全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资错觉

[美] 马丁·福利德森／著　罗耀宗／译

INVESTMENT ILLUSIONS

分享世界顶尖投资专家的智慧
每一位投资人的必备指南

赚钱是不那么容易
竞争也没那么激烈
耐性加上自制
你就能分享全球的经济增长
踏踏实实地提升个人财富

海南出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资错觉

ILLUSION

（美）马丁·福利德森／著
罗耀宗／译

海南出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

INVESTMENT ILLUSIONS
by Martin S.Fridson

Copyright © 1993 by John Wiley & Sons,Inc.
中文简体字版权 © 2001 海南出版社
本书由JOHN WILEY & SONS,INC. 授权出版

版权所有 不得翻印

版权合同登记号：图字：30-2001-13号

图书在版编目（CIP）数据
投资错觉／（美）福利德森（Fridson,M.S.）著；
罗耀宗 译。－海口：海南出版社，2001.5
书名原文：Investment Illusions
ISBN 7-5443-0034-X
Ⅰ.投… Ⅱ.①福… ②罗… Ⅲ.投资经济学
Ⅳ.F830.59
中国版本图书馆CIP数据核字（2001）第25433号

投资错觉
作者：（美）马丁·福利德森
译者：罗耀宗
责任编辑：刘德军

海南出版社 出版发行

地址：海口市金盘开发区建设三横路2号
邮编：570216
电话：0898-6812776
E-mail:hnbook@263.net
经销：全国新华书店经销
印刷：北京博诚印刷厂印刷
出版日期：2001年5月第1版　2001年5月第1次印刷
开本：850×1168毫米　1/32
印张：9.5
字数：200千字
印数：3000册
书号：ISBN 7-5443-0034-X/F·6
定价：19.80元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　　录

序　/ 1

谢辞　/ 5

第一篇　祸兮福所倚　坏事反成好投资策略

第一章　独排众议　/ 3

绝大部分人都对的时候，背道而驰无益于事

第二章　谁热谁冷　/ 9

证券分析师往往得到过多美誉(责备)

第三章　听起来不错的概念股　/ 15

其他公司不追求那个野心勃勃的策略，也许有很好的理由

第四章　高处不胜寒　/ 23

高级主管下台和去世带来很大但不确定的利润

第五章　技术性难题　/ 33

技术分析师认为过去的价格可以研判未来，这样的见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解还没获得证实

第 六 章　我想退出游戏　/ 41

在股市竞赛中获胜的技巧，用到真实世界可能失灵

第 七 章　几家欢乐几家愁　/ 47

天灾常有钱可赚；个中秘诀在于确定该买该卖

第 八 章　赌徒之忧　/ 55

投资变成投机时，放手一赌的日子不会太远

第二篇　数字回力球

第 九 章　始料未及　/ 65

盈余预估值的短期变动可能不是投资决策的最好基础

第 十 章　基本面假设　/ 69

财务报表如编得翔实，则深研财务报表将有所获

第十一章　可笑的模式　/ 75

预测方法往往把真实状况过度简化

第十二章　看似可能却又不可能　/ 81

基本机率法则揭穿许多投资绩效优异的谎言

第十三章　特别留意那些挞伐评等机构的人　/ 89

批评评等机构的人很少毫无私心地追求事实真相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章 失落之链 / 99
预测经济走向不能让你击败市场

第三篇 烟影镜花

第十五章 如何经营电话强销业务 / 105
研究成功的骗术高手所用方法，可以避免成为受害人

第十六章 脚踏两条船与第二次机会 / 111
没人强迫你抓取市场进出时机是件好事

第十七章 稽核未能赢得掌声 / 117
企业的财务报表独立认证有多独立？

第十八章 把垃圾传过去 / 125
别在心不甘情不愿的情形下成为风险移转的受害人

第十九章 专业用语和 BOMFOG / 131
动听的语汇可能隐藏投资大难

第二十章 不以奖励为基础的薪酬制度 / 139
财务顾问的薪酬制度难题，没有完美的解决方法

第四篇 给你的（错误）资讯

第二十一章 所有的新闻都合所需——然后又来了一些 / 151

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财经新闻记者除了取得事实还有更多要操心的事

第二十二章　遗失的记录　/ 159
投资新闻信作者应守的标准和投资顾问不一样

第二十三章　每个人都是赢家　/ 167
看起来似乎很客观的共同基金绩效排行榜，解读结果差别很大

第二十四章　尽信书不如无书　/ 175
投资建议的出版标准宽松，品质检查的重担在你身上

第二十五章　老实话的艺术　/ 183
公司管理阶层是最直接的资讯来源，但不见得最可靠

第五篇　无效率的市场假设

第二十六章　完美只是相对观念？　/ 195
从教科书到市场的路上发生了一些有趣的事

第二十七章　不可爱但不见得没人爱　/ 203
破产之痛能否产生便宜货很难说

第二十八章　缓慢但不稳定　/ 209
喜欢确定未来的债券业务员，应遵守这个原则："如果无法固定，就不要推销"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

第二十九章　国外事务　/217
分散投资国际金融市场面对严重的法规和会计障碍

第三十章　地方公债狂热　/223
别让节税的诱饵遮蔽双眼，而忽视其他投资考量因素的重要性

第三十一章　我找到一匹最能跑的马了　/229
如果连运动比赛赌博市场都很有效率，则连襟报来的股票明牌到底有多少价值？

第三十二章　开始搜藏你的思绪　/235
收藏品充满乐趣和思古幽情，但不应当做财务安全的基石

参考书目　/243

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

每年都有许多谈股票和债券的新书上市。可是书内所提击败市场“证明有效的方法”，如果照着去做，几乎没人因此致富。但投资建言仍不绝如缕。

看这些书读者肯定已发现，他们没办法一夜致富，却还是不死心，期待找到魔术公式。最新一个救世主“简单得要命的系统”无法创造奇迹之后，他们再度难掩失望之情。

拜读者不屈不挠的乐观态度所赐，写本广为人们接纳的投资著作，有种轻而易举的方法。首先，你要向那些照你的准则去做的人拍胸脯保证，绝对有令人叹为观止的成果。接着，故意含混其词谈你的准则。这个简单的手法，可以防止别人证明你的系统到底管不管用。

只要你的文笔机智诙谐，读者就不会觉得受骗上当。如果你不擅长于表现机智诙谐，则集中火力抨击那些蹩脚政治家败坏了经济。同时记得务必塞进一些肤浅的心理用语和自助式的万能药方。最后，在电视上亮相，当个令人难忘的人物（妙语如珠的人、不摆架子的预言家、不修边幅的天才），藉以推广你的大作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者，你可以写一本内容真的十分实用的投资著作。这事做起来很难。你不能用一成不变的老掉牙方法。你会发现，还是找得到一些靠得住的方法，可以帮助读者做聪明的投资。

例如，你可以批判绝对未能兑现承诺的“必胜”投资策略。财务数字遭误用和误解，是另一个大可借题发挥的园地。此外，不妨提供体贴的服务，详述典型的骗术，以及避免受害之道。或许也可以挪出一些篇幅，谈谈投资人通常拿到的资料有什么美中不足之处。总结时，可以讨论金融市场各个部门间的相对魅力和效率。

《投资错觉》采用第二种较为背离传统的方式写成。全书否定了赚钱容易的想法，不谈别人不知为何忽略掉难得一见的便宜货。相反的，我费了很大的工夫做研究，得出往往没那么迷人的结论。我的经验告诉我，长期而言，这个方法对你比较有帮助。

千万别以为写这一本书，纯粹只为图利他人。别人写书教人如何迅速致富，我却写书揭穿而非赞誉他们的做法，是有实务和商业上的动机：竞争没那么激烈。

为什么没有更多作者发现这个机会？在投资领域，我怀疑那是因为个人的抉择。踏进这一行的人，大多有坚定的信念。他们当股票营业员、证券分析师或财经记者，是因为他们热爱市场。投资专业人士爱上证券业的一切，包括价格走势图、深奥难解的避险策略、疯狂的交投，以及财富得失的历程。最重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要的，他们深爱赚大钱的游戏。连许多冷静理智的财务学教授，平常以科学方法埋首分析资本市场，一旦离开教室，疯狂投机的情景，令人咋舌。

不过，虽然绝大多数人有时容易受骗上当，还是有一些怀疑成性的人存在。他们冷眼旁观新奇的投资工具，不轻易接受。很久以前便遭摒弃，但又重现江湖的观念，他们死命抗拒。某位市场预测专家碰巧连续说中好几次，新闻媒体力捧之际，这些老兵却在屈指计算他们马失前蹄的日子。天才来了又走，这样的事情，他们看了不知多少回。他们看过更多公司发表惊人的盈余成长率，不久便因在会计帐目上动手脚而毁于一旦。

我的华尔街同事对绝不玩目前当红游戏的老古板基金经理人冠了个称号。他们称这些故步自封的人为“老妪”。

说真的，这些老是说“不”的人，别扭的个性令人为之气结。他们善于折磨别人。一些人动不动坚持把话题转到他们喜欢的题目上。但另一方面，死硬的怀疑派基金经理人通常不会害客户赔掉很多钱。他们回拒很多烂投资构想，因此躲过许多灾难，而其他不分青红皂白照单全收的同行，则不时搞得灰头土脸。虽然他们也错过一些有利可图的操作机会，择善固执的做法却带来净利。

当然了，我从这些“眼见为实”的人身上，学到的投资教训，远比那些狂热分子教给我的东西珍贵。本书的目标之一，在于传承这些人的智慧；他们需要看到坚实的证据，才肯相信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某些投资合理。

证券市场源源不绝创造出绝佳的例子，让我们看到什么是愚蠢和骗人的行为，这事很叫人高兴。因此，我能以真实的例子，说明个人大部分的观点。更为幸运的是，我的研究中揭露的许多事件，都有精彩绝伦的人物和五光十色的侧光陪衬。但愿本书除了传递严肃的讯息，也收到娱乐效果。

耐性加上自制，你可以分享全球的经济成长，从而提升个人的财富净值。更为激进的方法或许能让你致富的美梦成真，但它们也带有风险，可以使你四壁萧然。

信念坚定的人希望事情的发展不是这个样子。有些时候，他们成功地让别人落入圈套。他们不劳而获的决心，传染性竟那么强。这时，《投资错觉》一书最有价值。如果你曾经认为，投资成功不是得自深思熟虑和埋头苦干，不妨拿起本书浏览。

Martin S. Fridson
1993 年 2 月纽约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谢 辞

没有 Irving Sisman 和 Margot Sisman 协助，本书不可能完成。本书逐章撰写的过程中，他们提供时间、空间、食物，以及弥足珍贵的评论。同样重要的，我要感谢 Sisman 博士和夫人，赐我最重要的顾问 Elaine Sisman Fridson 。她指挥策划文稿的实际制作，同时丢来无数精美的高见，丰富了本书内容。

要是 John Wiley &Sons 公司的 Karl Weber 没有建议以精简、专注于特定主题的章节构成本书，我们的心血将大打折扣。如果《投资错觉》一书能维系非股市专家的读者的兴趣于不坠，Karl Weber 居功厥伟。

有了亲人的支持、主旨，以及适用的文体，我还欠缺一样不可或缺的要素，才能完成这件工作。我没有独立的收入来源，让我有时间做所有必要的研究工作。 Jin Dignan 填补了这个缺憾。他长时间研读缩影档案，在此致以万分感谢。

其他许多人提出各式各样的点子、编辑建议和鼓舞。有些点子和建议惨遭割爱，但他们的鼓励全都融入本书。我要特别感谢以下这些人，如有遗漏，尚请见谅： Ed Altman、Jefl Bersh、Rich Byrne、Mike Cherry、Anne Christopulos、Mark DeBel-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一篇

祸兮福所倚
坏事反成好投资策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 独排众议

绝大部分人都对的时候背道而驰无益于事

“我发现其他每个人也是反向意见者（contrarian）时，我就不再当反向意见者。”

这句饶富深意的话，稍嫌夸张，但如你能忍受这一点，不妨找个交易人朋友一谈，他会给你很有用的见解。行事作为和一般人相反，能不能致富，还不清楚。这一点和大家的看法不一样。“明显”超买或超卖的市场，其实不如你想像的那么明显。

我知道，这样的说法和许多人深爱的陈词滥调相左。人们常说，致富的秘诀是冬天买草帽。要赚大钱，就必须在街头血流成河时买进。如果连擦鞋匠都夸称在股市赚钱，卖出的时候便到了。也请牢记，没有一棵树木长到天空。

假使你晓得价格何时已超越基本面，这些很棒的原则务必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谨记在心。即使“根据每一个客观标准”，证券价格很便宜，它们还是有可能再跌。另一句老话说，没人会在证券交易所按铃，宣布空头市场已经结束。

你可能说，没关系，无所谓。没必要指出头部和底部。真正要紧的是避免过度投机。换句话说，最重要的事，是郁金香狂热兴起时，手上抱满现金。

1634～1637年荷兰的郁金香球茎热潮老是被人提起，作为投机失控的前车之鉴。反向意见投资人在无数场合总是想起，郁金香热的鼎盛时期，一株球茎的售价，折合今天的币值竟然高达5万美元。任何稍具常识的人，都能预言市价将重挫90%以上。

但是很奇怪的，仅仅几年前，荷兰少数郁金香球茎的售价达50万美元左右。价格听起来虽高，不见得表示人们已失去理性。诱人的地方在于一株球茎能繁殖很多新的球茎。这些球茎可以用便宜的价格出售，投资人能回收当初昂贵的支出。郁金香母球茎如能把开出特别美丽花朵的特性传给新球茎，价格特别贵。

这是一种误解，经济学家嘉伯（Peter M. Garber）在他的研究报告《谁点燃郁金香狂热》（Who Put the Mania in Tulipmania?）中有所阐述。根据嘉伯搜集到的证据，17世纪30年代稳固的球茎市场——郁金香热爱者在这个市场交易稀有品种——并没有出现漫无节制的投机歪风。管理松散的普通球茎期货市场才有价格脱序的现象。尽管如此，嘉伯发现，价格过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高只持续两三个星期。1637 年 2 月以后，“普通货”市场崩跌，但比较漂亮的品种还是能够卖到高价。

简言之，反向意见者喜欢的这个历史事件，支持他们看法的证据不多。嘉伯强调，普通球茎期货市场结构上有缺陷，经验丰富的交易人避之惟恐不及。期货市场没要求存入保证金，以确保参与者履行交割义务。没有一个交易所做为合约的另一方，因此一个人违约交割的问题，严重性大为增加。把 300 年前郁金香狂热的往事引用到今天高度管理的市场，似乎不尽合理。

不过反向意见者仍坚称，贪婪和恐惧的力量肉眼可辨，而且能加以利用。这事易如反掌，在鸡尾酒会上听人讲话就晓得。和你谈话的每个人如果都眉开眼笑，畅谈市场，你便晓得卖压即将拥现。

很遗憾，我们很难测试鸡尾酒会上的打趣等“软性资料”预测未来的准确性。凭印象研判市场走势或许管用，要加以确认本质上很困难。难以量化对反向意见者有利。如果十分主观的技巧，有效性难以证明，也就不可能提出反证。因此反向意见者能够不断拿一些奇闻轶事，供应追随他们的人。

他们所说的故事，内容常是一些杰出的投资人，看到过分激情的“明显”迹象，因而找到市场头部。到于有多少同样天赋异禀的投资人，因为类似的真知灼见而过早出场，则没人能够衡量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底部也不像一些投资故事所说的那么容易找到。这方面应该避免的错误观念是：由于价格下跌，所以稍后一定会上涨。南方邦联债券跌破面额后，一路跌跌停停，最后一文不值。

有人拿钟摆来比喻市场，这样的说法，误导作用也大，投资人一样应小心提防。没有一种物理定律可以说某种证券上下起伏之后，一定回到介于中间的实质价值。事后回顾，一公司的获利能力从根本发生变化之后，股票创下历史性低价，未来 10 年可能无法突破这个价位。

几乎没人能够驳斥这个说法的逻辑，但逻辑有时被反向意见者抛到脑后，只谈一些陈词滥调。可以预期，每当市场或市场中的某一类股票卖压大量拥现，便有一些陈词滥调现身：

- “投资人把婴儿连同洗澡水一起泼掉了。”
- “此类股票中的每一家公司，不管好坏，同样蒙尘。
- “警察抓妓女，连弹钢琴的人也抓走。”

《华尔街日报》 1990 年 4 月 9 日的“华尔街听闻” （Heard on the Street）专栏，便出现典型的过度反应说法。文章标题是“银行类股不分青红皂白抛售，表示可能有便宜货可捡”（关键字是“不分青红皂白”、“便宜货”）。作者指出，由于近来投资人“倒出”银行类股，若干银行股票的股利收益率约为 7%，是市场平均水准 3.5% 的两倍。文章引述若干分析师的话说：“现在是大胆的银行投资人进场的时刻。”（译注：股利收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指每年的股利除以股票的市场价格。）

《华尔街日报》的文章又说："任何想捡便宜货的人，购买清单再短，花旗集团（Citicorp）都应纳人。"投资人还是担心不动产业经营困难和贷款比率偏高。但花旗集团的触角遍及全球各地，信用卡、住宅抵押贷款、外汇业务居于领先地位。此外，这家银行机构也拥有以前未曾宣布的"化整为零"财产，也就是如董事长里德（John S. Reed）所说的，花旗集团的放款组合广泛分散于不同的地理区域和顾客种类。作者说："蛋糕上的糖霜，是7.2%的收益率，而且不久后股利可望提高。"

花旗集团的股利的确即将调整，但结果是降低，不是提高。1991年1月，董事会减少股利派发金额44%。这件大事发生之前，花旗集团的股价已不到11美元，远不如《华尔街日报》那篇文章发表时的22⅞美元。

评估投资建议是否正确，事后诸葛绝对占优势。不过花旗集团和其他银行业者的反向意见故事，还是有若干清晰可辨的陷阱。例如，因收益率高就买普通股，是风险很高的策略。市场往往显示前头有很大的风险，也就是股利会降低或者根本不发股利。同样的，不能像"华尔街听闻"所说，因为花旗的股价低于帐面价值，以及本益比"只有"6倍，就说它很便宜。帐面价值、盈余和股利一样，都有可能下降。花旗的帐面价值和盈余后来都下降，主要是放款出问题，而反向意见者却淡化这方面的问题。

扩大范围来说，乍看之下的过度反应讯号，其实往往证实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场已正确吸收消化重要的新资讯。价格有很大的波动，不能据此而说波动太大。

相信自己能在群众乐昏头或垂头丧气之际仍保持理性，很能满足自我。反向意见者推销投资建议，就是掌握这种心理动机。但在投资理财这个领域，保持谦卑之心可能是比较好的态度。我们找不到万无一失的方法，确保其他每个人左转时，自己右弯没问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　谁热谁冷

证券分析师往往
得到过多美誉（责备）

财经新闻媒体往往看好某些股票、看坏某些股票，所有的投资人都想从里面找到价格低估的股票。在新闻媒体塑造下，证券分析师惟一的功能是找出涨得最快、最多的股票。

大部分人理财时，念兹在兹的，是选到好股，但有数兆美元的资金根据完全不同的原则投资。许多大型金融机构的经营重心，在于领取和再投资债息与股利。价格一有变动，他们最关心的是抑制损失金额。对他们而言，丰厚的资本利得有如意外之财，不能当做核心目标。

很多有钱人也用同样保守的方式管理投资组合。但是我们想像得到，财经新闻媒体的编辑倾向于腾出更多版面，报导分析师拥荐某些股票将上涨一倍或两倍。

各种投资看法各执一端，投资大众看得眼花缭乱，证券分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析师的建议普遍为人误解，也就不足为奇。经纪公司三言两语传达分析师的意见，使得误解加深。“买进”、“卖出”、“缩手”等字眼，比“一年内涨幅可能超过市场指数涨幅”的说法简捷有力。你可能觉得，类似后者的说法官腔官调，闪烁其词，但如你想了解分析师的意见对你有什么帮助，务必仔细推敲研读。

股票投资建议有无价值，看了推荐个股所用的两种方法之后，就会清楚。第一，分析师可能根据市场中其他人不知道的资讯，做成“买进”或“卖出”的建议。实际上，这种现象很少见，因为证券管理委员会（SEC）规定企业一视同仁揭露财务资讯，不能只让少数分析师知道。

有时分析师根据小道消息做成建议。例如，有些文件没人注意，但可能引发极具爆炸性的法律诉讼。不过大部分时候，经纪公司的分析师使用的资料基本上相同。

这些情况带来第二种更常见的建议：分析师认为证券价格没有准确反映已知的事实。要做这种建议，必须先确定将来可能有哪些事件影响股票的价值。接着，判断这些事件发生的机率，分析师就能得出风险和报酬均衡时的价格。

股价“由事件牵引”而产生变化，最能清楚地说明这个观念。拿1991年隐密（Stealth）轰炸机计划取消时，国防设备大承包商麦道公司（McDonnell Douglas）的股价波动为例来说。1月7日，国防部撤销计划，麦道股票的开盘价是39¼美元，1月9日的收盘价跌到28美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

隐密轰炸机生产计划取消，并非完全出乎意料。 1 月 7 日以前的麦道股价，反映了专家估计计划有可能取消。投资入如确定该公司的隐密轰炸机营业收入会实现，将愿意支付更多钱买它的股票。相反的，如果隐密轰炸机的生产计划无疑将取消，麦道的股价会下跌。在国防部宣布它的决定之前，未来的情况不明，所以最好判断麦道的股价将介于以上两者之间。

假设这样一种由事件牵引的情况，最佳的机率估计值是 50/50 ，也就是，利多发生的可能性和利空发生的可能性一样高。再假设一支叫做 Dynamogetics 的股票，如果消息有利，股价会涨到 40 美元，消息不利，则会掉到 20 美元。在这些假设之下，你应以多少钱买进这支股票？你可能说，买进价格只要低于 40 美元，就有获利的可能。（当然，你必须把手续费纳入考虑。）但类似的情况中，支付 30 美元或更高的价格，长期而言不可能赚到钱。如果机率的 50/50，则有一半的时间你手上的股票会涨到 40 美元，一半的时间则跌到 20 美元。平均而言，股价是（40＋20）/2 或 30 美元。因此，只要付出的价格高于 30 美元，机率告诉我们，你会赔钱。

或许你认为上面的例子太过明显和琐细，不值得讨论。要是真的这么想，我们不妨看看市场中根据机率实际做成决定的情形。

前面的假设不变，目前 Dynamogetics 的市价是 32 美元。分析师理性小姐认为，这样的股价略嫌偏高。她承认，这支股票有潜力上涨到 40 美元，但好事成真的机率只有 50％。机率一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样高的坏事如出现，则股价会跌到 20 美元。风险和报酬的均衡点似乎不在 32 美元。如果理性小姐不坚决认为应该“卖出”Dynamogetics，则会建议“缩手”，说“近期内涨势可期’，或提出类似的说法。

分析师豪赌先生与她成鲜明对比，看好这支股票的后市。他问道：今天平疲不振的市场中，多少股票有潜力增值 25%？豪赌先生大拍桌子，直指这支股票应该“买进”。公允地说，豪赌先生建议在 32 美元买进 Dynamogeticx 并非毫无理性，也许他只是弄错了。比方说，如果他高估利多出现的机率为 70%，则 32 美元看起来确实相当便宜。以数学公式来算，风险和报酬会在（0.7×40）+（0.3×20）=34 美元处形成均衡。豪赌先生所做的建议没有根据，或者真的弄错了，都没关系，因为不管何者，照他的建议行事，长期而言你会赔钱。

但是短期而言，你可能喜欢他的建议。Dynamogetics 涨到 40 美元的机率有一半。果真如此，不久之后，你就会见到新闻媒体有这样的报导：

> 这一阵子，高科技类股中炙手可热的股票，都在豪赌先生的流星证券名单中。他最近在 32 美元铁口直断 Dynamogetics 股价会上涨，一个月后果然激升到 40 美元。

理性小姐似乎失去准头。冷静分析公司在科技类股的分析上一向很敏锐，去年却完全错失一支大黑马——Dynamogetics。过度悲观的理性看法，使得该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司在 Dynamogetics 大涨 25% 的过程中“缩手”不动。据称冷静分析公司的业务员对她的疏忽颇有微词。

过不了多久，豪赌先生势必得到报应。如果他继续推荐价值已经充分反映——甚至价格过高——的股票，机率终会逮到他。很快就会轮到他被人唾弃，因为他给客户差劲的建议。新闻媒体下次提到他的时候，一定是负面的报导。新闻记者将挞伐豪赌先生建议“买进”某支后来下跌的股票。他真正不对的地方，是在机率方面犯下系统的错误，但这不是新闻报导的好题材。

至于你，理该懂得慎思明辨，要紧的是避免和一般人一样，对分析师和他们的意见抱持错误的观念。在一般人心目中，有个简单方法可以检测分析师“买进”建议的好坏：如果股价真的上涨，那就是好建议。上涨机率达 75% 的股票中，依据定义，4 支股票会有一支下跌或持平不变。因此，你不能根据简单一个建议，就说某位分析师是不是比市场一般人聪明。可是财经报纸还是每个星期执意这么做。

晓得评估研究报告的良窳很困难之后，你就不会再期待分析师变魔术。这一来，这场游戏中，你会站在别人前头，至少不会大失所望。

许多被人奉为圭臬的投资策略，目的其实不在挑出热门股。如果你仍想透过个别证券的选择，获取可观的资本利得，务必认清分析师意见的真正意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“价值低估”不表示“这支股票几乎肯定上涨”。比较准确的意思是“我相信未来几年我归入这一类的许多股票中，绝大部分的表现会优于一般水准。如果我的看法正确，则照我的所有建议去做的投资人，一段长期间内，获得的报酬率应会高于标准普尔 500 种股价指数的涨幅。”

这话听起来不像迅速致富之道。冷静而有节制的选股建议，新闻媒体的报导篇幅有限，原因可能在这里。有些分析师本来预测股票涨跌机率各半，而这次竟然一箭中的，大部分投资人宁可看这样的报导。

如果你真的希望用理性的态度投资，就必须扬弃这个谬见：分析师有时有超凡人圣的真知灼见，有时则笨得叫人瞠目结舌。更重要的是，你应该舍弃不切实际的梦想，企图判断一位分析师何时准确，何时不准，藉以从他们的看法中致富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　听起来不错的概念股

其他公司不追求
那个野心勃勃的策略，
也许有很好的理由

财务报表引不起一般投资大众太大的兴趣。或许只有少数喜欢动大脑的人，乐于埋首枯燥的统计数字中，但大部分人希望多点感性魅力。坐拥资金有能力冒险犯难的人，总在寻找某个概念，好跟以前的赚钱高手一较长短——例如普通人买得起汽车、立即显影照相术、速食。

华尔街乐于照办。许多机构的研究部门提出了东欧庞大新市场的概念。有人谈到民营监狱需求殷切以及铝制汽车，也有人提到复合企业的概念、经由融资并购解散低效率复合企业的概念、反向融资并购的概念。耐心听下去，还会听到钢铁供不应求、水资源供不应求，有时还有股票供不应求的说法，但你绝不会听到概念供不应求：

- “经济衰退对这家公司有帮助。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- “它将是下一家施乐公司（Xerox）。”

  “基础建设荣景可期，这是从中获利的最好方法。”

- “只要 10% 的潜在客户购买这种产品……。”

少数一些概念确实兑现了大饼，但很明显的，只有那少数几种概念做得到。你认识（或者听过）多少人因为投机操作热门概念股而赚大钱？

相反的，你可能认识一些人，受害于听起来很棒的概念，赔了不少钱，可是你不曾听他们提起。自称深谋远虑的人，栽了跟头之后，不会像少数幸运儿那样到处张扬。事实上，很棒的概念往往不是致富之道；投资传奇故事所说的那一套，不值得过分采信。

概念股的问题，出在听起来很棒的概念所占比率过高。美国经济不可能成长得那么快，快到符合所有概念预估的惊人成长率。如果你擅长于不断挑得珍宝，一定累聚数不尽的财富。不幸的是，这个世界上没有万无一失的技巧——事后诸葛倒是多得是——能从一堆煤炭中挑出钻石。

新闻媒体开始吹捧之后，一支迷人的概念股可能变得特别抢手。没多久，那家热门成长公司的报导位置从财经版一跃而上“趋势与生活风格”专栏。董事长跻身名流，到处发表演讲，大谈管理理论，并在报纸上撰写专栏，疾呼如何解决美国的经济沉疴。这时候可以开始考虑出售持股，获利了结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1978 年美国航空业管制解除，出现了风靡一时，令金融市场目眩神驰的典型概念股例子。5 位在德州国际公司（Texas International）工作的高级主管，年龄都是 30 几岁，跳槽出来创立人民航空公司（People Express）。凑集创业资金时，他们牺牲奉献，无我无私。其中一位创业家的太太，领得保险公司的珠宝失窃理赔支票之后，先生说服她拿出来当创业资金。

正如深富领袖魅力的董事长唐诺·伯尔（Donald Burr）所说的，人民航空是一群年轻人“振翅高飞”组成的一个概念。照规定，每位员工都得购买公司至少 100 股股票。公司讲究人人平等，所有高级经理人，包括伯尔在内，都必须偶尔轮班当行李处理员或空勤人员。

对新闻媒体来说，这家新创航空公司比它的股价有意思。巨人歌利亚群中的大卫，为无数人带来便宜的空中旅行机会。在报纸编辑眼中，人民航空展现了庞大的潜力，显示其他仍受重重管制的行业也能松绑。哈佛大学商学院 1980 年以伯尔为主角，写了谈创业精神的个案研究。管理专家汤姆·彼得斯（Tom Peters）在《卓越的热潮》（A passion for Excellence）一书中，赞誉伯尔的人性主义作风。

连精明闭塞的金融业人士，也感染到热情。有家投资银行本来致力于筹募资金提供高科技创业公司利用，但人民航空公司的人找上门来时，经理人的感性战胜理性。一位合伙人说：“我们晓得，正冒很大的风险，但他们的整体哲学——员工必须认购股票和分享利润——令我们心动。”1983 年底，人民航空的财务长踌躇满志地说：“我们绕了一整个圈子，从卑躬屈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膝敲门借钱，到现在一堆人等着借钱给我们。”

但是急着买进股票的投资人，必须忍受这家航空公司比较没那么亮丽的一面。对许多旅客来说，想找人民航空的订位员充满挫折感，因为公司的电话线路不足。这家小而美的航空公司，驾驶员比较没那么好骗。在他们眼里，深深捕捉人心的执行长伯尔有如“盖亚那琼斯”。

购买人民航空概念股的一些投资人，更感忧虑的是那个概念不断在变质。公司创立时的构想，是避开大城市，飞行水牛城和萨拉索塔等次级航点。但是仅仅几年内，人民航空就在亚特兰大、芝加哥、洛杉矶和大型航空公司正面对抗，同时也飞欧洲。伯尔原来向投资人强调，他的公司没有工会；曾有人引述他的话，把工会贴上“兽欲主义”的标签。 1985 年，人民航空舍弃不收购政策，买下有工会组织的边疆航空公司（Frontier Airlines），经营理念可说变上加变。

那时候，该公司也偏离了以前不得已才举债的做法，接下来遭舍弃的是人民航空的正字标记——朴实无华的服务。公司初创时期，在旅客的印象中，只要背着简单的行李就能上人民航空的飞机，不必多付费享受行李托运和机上用餐等服务。1986 年，人民航空设立头等舱，吸引更多的商务旅客。

人民航空经营理念转变，最后致命一击的做法，在于颇受推崇的参与式管理风格。消息终于传开，说人民航空将在管理阶层中多插入一个层级。没多久，人民航空增设一群新的员工，叫做“顾客服务代表”。这些员工执行的工作和已有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“顾客服务经理”一样，但底薪约为一半。令人民航空的往来银行印象深刻的员工持股规定，不适用于服务代表。

随着人民航空对待员工的方式改变，人事流动率上升。董事长伯尔开除一些共同创办人，包括总裁在内，加速了人事异动。原本敬重有加的新闻媒体，开始报导离职员工描述伯尔为“极富心机”、“专制独裁至极”。

伯尔为不断改造人民航空辩护：环境已变，公司努力的方向也应有所修正。随着大型航空公司的竞争加剧，人民航空不得不扩大营运基地，加进主要都会区的航线，并收购区域性航空公司，做为达成目标的策略。

但有些时候，“适应已改变的环境”，是原来的概念没那么美好的另一种饰词。航空运输和许多行业一样，竞争十分激烈。如果现有的航空公司没有追求某种明显至极的策略，可能是因为那种策略毫无用武之地。

市场的现实状况没有那么浪漫，因此像人民航空那样打算快速成长的公司，必须沿着竞争对手走过的同一条路径进化。但这么做，便不可能提供独树一帜的东西给消费者。新公司如果没有与众不同的地方，一旦经济衰退或根基较为稳固的对手削价竞销，便有灭绝之虞。

另一方面，极富创意的公司，可能在某个大市场找到虽小但利润丰腴的一席之地。很遗憾，这种方法提供的成长空间十分有限。每一季的营业额都没有比上一季大幅增长，公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票就不会被视为热门概念股。

一些公司能解决这种两难困局。例如，进步公司（Progressive Corp.）采用不落俗套的策略，在许多老牌竞争对手环伺的行业（保险业），取得举足轻重的地位。麦当劳、假日旅馆（Holiday Inn）、服务商品（Service Merchandise）找到新方法，提供到处看得到的服务，结果一鸣惊人。事后来看，这些公司的经营概念，看起来比在管制刚解除的环境中，朴实无华的航空公司专注于飞行无人开辟的航线要好。但是早在 1981 年，接受高风险的汽车驾驶员投保的好处，可能没那么明显。

1985 年 11 月，伯尔看到人民航空新时代的曙光乍现。他说，收购边疆航空公司，显示他那家勇敢的小公司也有能力购买其他财产。接着他又收购短程通勤业者布里特航空公司（Britt Airways）和普林斯顿波士顿航空公司。不过仅仅 7 个月后，伯尔反而在卖财产，不是买财产。竞争对手的市场争夺战愈演愈烈，若干座位（包含机上用餐等服务）的价格比人民航空的最低价还便宜。人民航空的波音 747 客机被迫出售。联合航空公司同意以 1.46 亿美元从伯尔手中接下赔钱的边疆航空公司，但因与驾驶员工会有争议，交易取消。人民航空短暂的寿命中大部分时间避之惟恐不及的劳工组织，加速了人民航空的覆亡。

1986 年 9 月 15 日，边疆航空破产，人民航空遭竞争对手收购。收购者是德州航空公司（Texas Air），也就是大陆航空公司（Continental Airlines）的母公司；伯尔和他那批朝气蓬勃的创业家班底，5 年前才从大陆航空公司出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对创办人和员工来说，那是段艰辛颠簸的历程，但投资人一样担惊受怕。人民航空的每一股股票——1983 年最高价达 25⅞美元——换得的德州航空普通股和优先股，价值略高于 4 美元。而且，如果那些不幸的投资人没有赶快脱手新换得的股票，还会再遭殃。德州航空因为一连串的收购行动，被沉重的债务压得喘不过气来， 1990 年申请破产。

本来看似很有价值的概念股，结局却灰头土脸，我们能从这里面得到更广泛的教训吗？我们不妨想想，是什么原因使得某支概念股显得那么特别。

在全国性的交易所上市的普通公司，已有一段很长和经过稽核的营业收入和盈余记录可查。它们的股价快速上涨的潜力有限，因为前景十分清楚，再好也好不到哪里去。股价遭人极度误解或低估的可能性微乎其微，至少相对于其他类似的股票来说是如此。虽然有这些特性，市场中最平凡无奇的股票，任何时候都有可能突遭灾难重击。就在你觉得无聊透顶之际，出乎意料蒙受重大亏损。

相形之下，概念股绝不会单调乏味，未来的发展情形不容易预测。它们没有明显可以衡量的记录或前景，也没受过各种经济环境的考验。它们和传统、不够刺激的股票惟一相同的地方，在于它们可能带来叫人不快的意外。

如果不可能赔光老本，有些人可能不想投资，要是你属于这一种人，那么投资组合应该包含很多概念股。如果不是这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样，则高风险、高报酬的证券，只能在你的投资策略中扮演小角色。这一来，进入一楼的机会降低，但也减轻了惨遭活埋在地下室的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　高处不胜寒

高级主管下台和去世带来很大但不确定的利润

本书前面用了那么多的篇幅毁坏圣牛，是不是叫你困扰？这样的反应可以理解。我知道，发现个人珍视的市场信念竟是捕风捉影的幻想，一定叫人不安。

这些叫人心惊胆颤的讯息，必须用没那么令人苦恼的事来中和平衡。因此我觉得，很适合在这里来篇振奋人心的章节。所以说，竖起耳朵，准确听一些叫你开心的好消息，因为根据文献记录，企业执行长滚蛋时，你将有机会获取资本利得，和其他精明的投资人一样。

执行长的地位名声愈显赫，潜在报酬愈高。以创立并领导迪吉多电脑公司（Digital Equipment Corp.）35 年的肯内斯·欧尔森（Kenneth H. Olsen）为例来说明。《华尔街日报》这么描述他：“从某些角度衡量，他是亨利·福特（Henry Ford）以降最成功的美国企业家。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1992年7月16日，欧尔森宣布，决定退休，不再当迪吉多的总裁。这是他表面上的遣词用字。据说欧尔森后来和员工聚会时，表示他实际上是被轰下台的。不管实情为何，总之，股票市场喜欢这个新闻，并报以热烈掌声。一听到这位电脑业开路先锋将下台，迪吉多普通股价格立即上升2⅜美元，成为40¾美元，隔天投资人继续沉浸在欧尔森下台的好消息中，股价再涨2¼美元。

其实，股市似乎早就等不及欧尔森献身服务35年后尽快走人。稍早前，市场便已传称欧尔森将遭革职，迪吉多的股价激升到38美元，高于1992年6月的低价33¼美元。（很奇怪，竟然有位分析师说，欧尔森辞职“始所未料”。）

迪吉多的股价何以上扬？“传奇性的创办人”显然有些缺点。这话是要求匿名的一些老同事说的。根据他们和其他人的观察，欧尔森是“刚愎自用的高级主管，不容别人事后批评”还有人说他“专制独裁”、“脾气暴躁”、“冥顽不灵”。

遭罢黜的这位执行长，据称拒绝采取措施以控制成本开销。又有人怪他拖拖拉拉，迟迟不引进开放式系统。最后，则是新闻媒体指责，凡是可能挑衅他几近大权独揽地位的高级主管，都被打入冷宫。

嗯，没错，没人是完美的。至少欧尔森下台时，迪吉多公司资金周转还健全。1992年4月，美斯公司（R．H．Macy）董事长爱德华·芬克斯坦（Edward Findelstein）退休时则非如此。在这位老兵掌舵43年下，连锁百货公司美斯走过一条熟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

悉的路，从融资并购（Leveraged Buyout〔LBO〕）迈向申请破产法第十一章保护。（有人戏称 LBO 是“我们自行破产吧”〔Let's bankrupt ourselves〕的缩写。）

芬克斯坦退休并非那么心甘情愿，但他宣布退休时，美斯的股票尚未公开发行，免去了见到公司股票价格上扬的难堪。不过这家零售商公开交易的债券价格温和上涨。

或许你觉得赌执行长下台，好从中发一笔横财不够厚道。如果你的个性真是如此，一定更看不惯一种相当流行、获利潜力更大的策略。这套策略是从执行长去世的消息中牟利。这种冷血无情的投机操作获利机会，1992 年 3 月 2 日有个戏剧性的例子。这一天，正是厄尔·谢伯（Earl Scheib）以 85 岁高龄逝世后的第一个交易日。谢伯公司（Earl Scheib Inc.）这位受人敬爱的董事长兼总裁辞世，股价的反应是从 8½ 美元跃涨为 12½ 美元。成交量激增到 10.84 万股，约为前一个月单日成交量最高值的 17 倍。

感伤之情靠边站，批评谢伯过去领导风格之声响起。有人说，他太慢提高价格，以因应涂漆工作时数拉长的趋势。公司不得不减半发放股利，和这件事有部分关系。

突然之间，执行长过世开启了全新的可能。谢伯指定的遗言执行人兼董事长继任人选欧文·布克尔特（Irwin Buchalter）放手尝试，“买进股票的人认为，公司的营运方式会改变，而且会变得更好”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著名的基金经理人马利欧·嘉贝里（Mario Gabelli）指出，该公司的现金余额多和债务低，隐含着获利机会。他也注意到各涂漆工厂坐落土地的价值。嘉贝里宣称，谢伯公司“很有可能”出售。嘉贝里的资产管理公司恰好持有谢伯公司 17.8% 的股票。但是即将接任父亲之职，当上总裁兼执行长的唐诺·谢伯（Donald R. Scheib）否认公司将出售之说。那一天股价以 11½ 美元收盘，比高价下跌 1 美元。那个月结束之前，股票收盘价最低跌到 10 美元显然可以看出，执行长去世燃起的希望可能无法实现。

谢伯公司的新总裁，对父亲去世后股价激涨感到惊讶。他说：“我本来以为股价会下跌”小谢伯如果注意投资圈喜发死人财的过往记录，或许就不会对股价的矛盾反应惊异不置。例如，谢伯死前约两年，柯提斯－莱特（Curtiss－Wright）的股价因执行长去世而激涨 14%。公司发言人称，80 岁的隆纳·伯勒（Roland Berner）逝世后，股价的反应“十分病态”。

或许他的说法没错，可是和 1989 年康宝浓汤公司（Campbell Soup）已退休的董事长约翰·杜伦斯（John Dorrance）死后，股价大涨 15% 相比，伯勒之死的股价反应还不算过分。杜伦斯是公司创办人之子，十分受人尊敬，说他“温文尔雅、仁厚慈善，道德人品高尚”。在投资人眼中，更重要的是，杜伦斯控制够多的股票，足以抵敌他人并购的意图。投机客认为，杜伦斯的继承人将争吵不休，终而导致康宝浓汤公司出售。

平心而论，执行长之死能让投资人赚很多钱。但是务请注意，和其他许多投资策略一样，这种策略需要耐心等待。毕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竟，上面提到的两位名人都活到 80 岁以上。

西方石油公司（Occidental Petroleum）已故董事长阿曼·汉默（Armand Hammer）叫那些等着聆听死讯的人等得更久。他以 92 岁高龄死在任上，而在这之前，不久人世的谣言一直不断。

汉默 77 岁时，曾俯首认罪，承认非法捐献给尼克森总统，协助他竞选连任。他坐在轮椅上，心脏监视器连身，出庭聆听判决。迹象显示汉默命在旦夕，使他赢得同情，只判一年缓刑，罚款 3000 美元。法官慈悲为怀显然有助于西方石油董事长身体康复。仅仅几个星期后，他被人看到在莫斯科街头健步如飞。

对若干投机客而言，汉默老而不死无疑令人大失所望。他们认为，西方石油在汉默主导下，不断收购其他公司，疯狂地塞在一起，公司如能分裂，价值更大。但是只要汉默当权，公司就不可能解体缩编。人们也普遍认为，西方石油维持很高的股利配发水准，也和董事长的坚持有关。

希望汉默不管以什么方式淡出舞台的投资人，在财务长大卫·默多克（David Murdock）买进西方石油的大量股份之后，受到相当大的鼓舞。有一阵子，墨多克看起来似乎试图摇撼公司。但是 1984 年，西方石油以溢价买回他的股票，汉默依然大权在握。

1987 年 6 月，董事长在浴缸中滑倒，断了 3 根肋骨，希望

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再度燃起。汉默滑倒之后，股价上涨 4½ 美元。不过只隔一个月，汉默再回工作岗位。为了平息臆测，他邀请一位记者到他的办公室。“很明显的，我没有行将就木，”他宣称，虽然明显可以看出他强忍疼痛，“我的健康状况好得很。”

1989 年同样的一幕再度上演。这位看似击不倒的执行长，插入了心律调整器汉默没有照原定安排，会见财务分析师，西方石油起初含混其词，不肯明说原因。但是汉默接受手术的消息传开后，西方石油股价劲扬 11％，成交量为平常水准的两倍。4 天后，汉默复行视事，驳斥有人要收购西方石油的谣言“荒谬无稽”。他促请股东要有耐性。董事长说，能源价格将回升，公司可望受益

几年前，汉默曾向纽约证券分析师协会提出同样的建议他的指定接班人（那么多年来，被他抛弃的接班人有十来个，这位也是其中之一）在这次会议上也提出忠告。罗伯特·厄布德（Robert Abboud） 说，西方石油的股东首先必须丢弃汉默难免一死的想法。

这样的说法听起来不是很有趣。的确，据称董事长晚年时常在管理会议上打盹。不过在那之前，他似乎能够免除人势将一死和缴税的定律。 1990 年大限终于降临就在即将庆祝成人礼时，汉默去世；虽然这个成人礼比一般时间晚了约 79 年老实讲，这个人应觉得他已享尽人间的荣华富贵。

西方石油的股价大涨，一如投机客长久以来预测的那样买单远多于卖单，导致开盘延误。成交量激增为平常水准的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12 倍左右，股价攀升约 9%。预期执行长将死的投资操作获利策略再次证明可行。不过所获报酬是否和等待那么长的时间等量齐观，还有待讨论。这个故事证明，人虽然难免一死，投资人能不能因这件事而获利，还在未定之天。

一个问题是，分析师不全然认为执行长之死有利而无弊。有时，他们甚至可能认为，执行长继续活着对公司比较好。王安电脑公司（Wang Laboratories）就是很好的例子。这家公司在某些方面和其他公司没有两样，却也有与人不同之处。

王安电脑的创办人兼董事长和上面所提企业家一样有名。王安（An Wang）是电脑磁性记忆体的发明人，也是著名的公益慈善家。

和上面所提的公司一样，20 世纪 80 年代王安电脑经营困顿，原因在于它对市场环境变化的反应太迟钝。讲明白些，该公司很晚才从专用文字处理机转为生产个人电脑。王安电脑迫于财务拮据，1989 年停发股利。同年，老王安显然授意撵走自己的儿子，那时的总裁兼营运长王菲德（Frederick Wang）。1990 年王安去世前，从没把执行长的职位交出来。

和其他个案的历史形态相同，王菲德遭罢黜时，王安电脑的股价劲扬 20%。（王安死时没涨那么多。）但是王菲德去职只能暂时解决问题。公司非但没有重振雄风，经营状况还继续恶化。1992 年，王安电脑申请破产法第十一章保护。

董事长理查·米勒（Richard Miller）把破产的部分原因归咎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于王安决定把儿子从总裁的职位拉下来。米勒说，这个行动“无可弥补地”伤害了王安电脑的信誉。他补充说：“伤害比我们当时所想还大。此后我们很难争取到新客户。”换句话说，炒高级主管鱿鱼可能带来反效果。

但他是不是看得太远？如果市场对高级主管被开除的立即反应肯定将是正面的，掌握立即可得的利润或许合情合理。不过有些时候你得身手十分矫捷才行，如最后一个个案所示。

DWG 公司的股东可以列举一堆理由，说明为什么他们希望董事长维克多·波斯勒（Victor Posner）离开。最主要的理由是，1989 年他拒绝有人出价，以每股 22 美元收购公司。1992 年 8 月，DWG 公司股价略低于 10 美元。

希望波斯勒下台的另一个原因是他看起来像是白虎星。凡是被他沾上的公司，总有破产的倾向。伊凡斯实业（Evans Industries，1985 年）和沙隆钢铁（Sharon Steel，1987 年）便是死伤名单上的著名例子在破产受托人指控波斯勒盗取沙隆钢铁的公物之后，波斯勒同意归还插图画家诺曼·罗克韦尔（Norman Rockwell）的 13 幅画作

这类指控是 DWG 股东对波斯勒不能放心的另一原因。1977 年，证券管理委员会（SEC）指他造成几家股票公开发行公司负担他个人和两个孩子 170 万美元的私人花费。波斯勒家后来还钱给那些公司，但没承认或否认有无不法行为。

最后，DWG 的股东可能觉得波斯勒的公共形象根本不好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，1987 年他被控逃漏所得税，波斯勒不为自己辩护。政府宣称，他把捐给迈阿密圣经学院的土地价值灌水，逃漏 120 万美元的税捐。

总而言之，1992 年 9 月 3 日，有消息说波斯勒要辞去董事长之职，股价应声上涨。他同意出售个人持有的这家清凉饮料／餐馆／纺织／丙烷／塑胶公司一半的股份给投资合伙公司特来安集团（Trian Group L. P.）。这项交易的用意是结束久讼不决的官司；波斯勒被控自行协商，以及藐视法庭。

激情刚爆发时，投资入把 DWG 的股价从前一天收盘的 11½ 美元推升到 12⅛ 美元。有位分析师说，波斯勒即将去职是“证券持有人的利多消息”，因为这位董事长从公司榨取很多油水。还有些人垂涎欲滴，等着波斯勒离去后，他拼凑起来的大杂烩公司分解，可以提升股东的持股价值。DWG 公司的法律费用也可望大幅降低。

但没多久，他们发现事情没那么容易进行。特来安的副董事长否决撤资缩编的任何计划。而且，波斯勒同意出售一半的股份，也有待股东、管理机构和美国地区法庭法官批准。有些股东立即表示，反对这项交易。某件讼案的原告律师誓言缠讼下去，直到波斯勒同意归还涉嫌盗用的公帑。

波斯勒宣布计划出售股票的那天收盘时，DWG 股价反比前一天收盘下跌 1/8 美元，成为 11⅜美元。投资人如在当天的高价买进，短短几个小时便赔掉 6%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赌执行长死亡或下台，是危险性很高的做法。有些执行长叫你苦候多时却毫无动静，而一有消息，股价的反应不见得如你所料。和投资获利的其他许多公式一样，这套策略不如原先所想那么肯定有赚头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　技术性难题

技术分析师认为过去的价格可以研判未来，这样的见解还没获得证实

技术分析丰富了金融市场的语汇。“喷出行情”、“下降楔形”、“跌深反弹”只是其中一些鲜活的用语。技术分析也丰富了许多预测名嘴的财富。一般使用的方法是发行新闻信（newsletter），依市场过去的图形研判未来。投资人如果也想靠技术分析致富，做得到吗？华尔街上那句话说得好：“三人中有两人做得到已算不错。”

专业技术分析师（或称“画线者”）因为常见的辩论用语而大受其利。小额投资人几乎总是要问：“哪位大师发现了万无一失的方法？”沉迷于市场的投资人很少质疑价格走势可以预测的前提。

献身于各种技术预测方法的人，总是能言善道，勇于为自己喜欢的方法辩护。有些时候，《大亨》杂志的读者投书栏变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得有点热过头。技术分析大师喜欢读者盲目追随。他们常挖竞争对手的疮疤，加油添醋自我吹嘘。(“5 月间，其他每位分析师都预测市场将下跌时，我却向订户发出十分明确的‘买进讯号’。”)

由于每个人都有马失前蹄的时候，所有的分析师不时碰得鼻青脸肿。尽管如此、画线者最好继续维持喧闹之声集中在哪个人排名第一。提出比较基本的问题，问“他们有哪些建议管用？”对他们没有好处。

不过，金融领域中的认真学生，已不厌其详地解决了这个问题。关于过去的价格隐含未来的线索，这种说法，他们已做了很多测试。在这个过程中，研究人员很勇敢地考虑另一种可能性。他们想问：趋势是不是有可能没显示任何特定的倾向将持续下去？

这种另类看法称做“随机漫步假设”(random walk hypothesis)。它认为，证券 市场“效率很高”，考虑了所有相关的资讯，包括以往的价格走势在内。个中涵义是：画线者即便找到“锯齿”、“上冲下洗”或其他表面上看起来重要的图形形态，也占不了便宜

这方面的研究发现，获得的拥护支持远不如画线分析声势之壮。杰伦·柯恩(Jerome B. Cohen)、爱德华·金巴格(Edward D. Zinbarg)、亚瑟·杰克尔(Arthur Zeikel)在他们所著《投资分析与投资组合管理》(Investment Analysis and Portfolio Management)一书中写道：“针对随机漫步假设所做的大部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统计调查，证实价格的连续性变动间通常没有统计上的关系。”

换成普通话来说，也就是未来的价格是过去趋势的延续这种说法，大有问题但是柯恩、金巴格和杰克尔表示：“从这个事实不见得能做成结论，说技术分析……无是处。”这种不愠不火的支持态度，令一些较没勇气的人不敢尝试，但画线者的热度不减从前。

说句公道话，证据并非完全对高效率市场假设有利。举例来说，根据统计原理，如果价格完全随机变化，则投资报酬的历史性资料图形将是一条钟状曲线。研究金融市场的学者普遍承认，事实不是这么一回事。光靠机率，没办法像市场那样产生许多极高报酬和极低报酬的时期。

随机漫步假设也已证明可以透过十分复杂的数学技巧遭受攻击。（至少比典型的技术分析师使用的技巧复杂。）其中最著名的是混沌理论（chaos theory）。混沌理论是很强的分析性工具，促使一些研究往前推进，如一锅热水中分子的滚动状况。但是到目前为止，混沌专家还没有敲开市场的秘密。《金融市场中的混沌与秩序：周期、价格与市场波动的新观点》（Chaos and Order in the Financial Markets：A New View of Cycles，Prices，and Market Volatility）一书作者艾德加·彼得斯（Edgar F. Peters）说：“混沌理论说，市场没有效率，但它们无法预测。”

不过技术分析师多置身事外，让“计量迷”和学者自行争吵。他们宁可把他们的主张直接诉诸“人民”，因为后者没有那么好的能力去评估技术分析的好坏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对画线者更有利的是，许多潜在的新闻信订阅户急着相信他们所说的那一套。印度民族主义领袖甘地说过：“面对饥饿的人，上帝以面包的形式现身。”同样的，面对想把小钱变成大钱的投资人，自命为金融救世主的人，看起来可能就像真的有那么一回事。具有说服力的技术分析方法，把那些愿意相信的人变成忠实的信徒。

画线者一开始就画出一个头肩顶形态，暂时不提实际的价格走势不见得都有那么清楚的形态，（经过广泛的统计平滑，有时图形确实很接近头肩顶。）技术分析师接下来解释图形上每个点和数字反映了无数不知名投资人的心理变动状态。假设股价从买盘数量很大的水准跌下来，则有很多投资人希望涨回原来的价位就出场。股价开始反弹后没多久，将遭遇很大的上档卖压。画线者说，这种现象叫做“阻力”，在密密麻麻的走势图上看得出来。

大部分技术分析师显然相信，光是用图形表达一些情境，便能证明他们的理论有效。因此，谈技术分析的书，都没有利用统计方法证明技术分析的确有效，以免对读者造成太大负担。最细心的作者也只是选择性（可能不具代表性）重登一些乍看之下证明自己所说有理的图形

不过也请注意，有关阻力的解释，是假设投资人的行为缺乏理性。毕竟，如果持股人认为股价将走低，就应立即卖出，而不是希望价格回升，在不赔不赚的情况下脱手。另一方面，持股人可能相信股价可能上扬，高于自己进场时的价格。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是这样，就不应该在获利开始实现之际就卖出股票。

技术分析师没有企图淡化投资人行为不理性的看法。相反的，他们乐在其中。技术分析师兴高采烈地嘲笑随机漫步论者的天真无邪；相信随机漫步理论的人，认为市场参与者都很聪明地评估每一个资讯。画线者说，实际上这群人只会从幸福的顶峰跌向绝望的深渊。

把技术分析师希望拉拢的投资人描述成冲动性的赔钱者，对这些投资人未免过分恭维。行为欠缺理性的投资人显然不是这群人，而是另一群。照技术分析大师所说去做的入，会从投资大众善变的行为中获利。或者，至少他们能享受“比许多人优越”的感觉，自我陶醉于其中。

技术分析师拿许多证人来支撑他们日益站不住脚的看法。能提供支援的人中，最主要的资格，是怀有无比坚强的信念，相信趋势会持续下去，不管这样的看法有待争议。为了粉碎任何残存的疑虑，技术分析师挥舞着恭维之词跃然纸上的剪报资料。热情奔放的财经报纸当然有既得利益，需要投资人继续深信预测技术不疑。要是人们不再相信技术分析，就没理由订阅以访问知名技术分析师为主要内容的期刊。日报不愿探讨占星术到底有没有效果，基本上也是出于相同的理由。

谈到技术分析，拿占星术来比喻，并非全然不合宜。我们不妨看看迈克尔·席摩（Michael D. Sheimo）在《再论道氏理论：90年代古典投资理论的修订与更新》（Dow Theory Redux：The Classic Investment Theory Revised & Updated for the 1990's）一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

书中所说的说：

> 就像古人就教于巫师、占卜师、预言家，以获悉将来可能发生什么事，现代投资人也就教于股票市场指标。
>
> 可以选用的指标成千上百；有些和经济面有关，有些和技术面有关，有些根本是“人间所无”。据称一些分析师根据星球的相对位置提出投资建议。

技术分析师虽然扯到一些旁门左道的东西，但很可能仍有可取之处。学术界的研究人员当然无法宣称，他们已经测试过每一种技术分析论点的价值。他们甚至永远没办法这么说，因为新的指标和系统一直开发不停。

暂且不谈学术界的问题，身为投资人的你，会碰到一个实务上的问题：假使画图者真的发现到某些可资利用的证券价格形态，则看他们所写的书，或参加他们举行的研讨会，能分享他们的财富？如果这些技术预言家能把他们的知识萃炼成清楚明白的操作准则，你的获利机会将更好。大致来说，他们做不到这一点。有位技术分析师，所办研讨会收取数千美元，说过：“要是有种机械式系统运作得很成功，而且经常如此，它的价值就不只是 3000 美元，而是 3000 万美元。”

撰写技术性文章的作者没有提供机械式系统，只是大放厥词，呼应你摸熟市场复杂性的努力。他们塞进分量充足的许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图表，加上一点普通的哲学，以及一些深奥的词句，如“双重三段矫正波”和“支点反转形态”。在你想要回答“这个关口，我应该买进还是卖出？”这个问题时，才发现自己碰到困难。但别急，订阅技术分析师的投资新闻信，一定有专家帮你解读市场的讯号。

谈技术分析的著作都以不同的方式承认没有一成不变的铁则可供遵循。以下是坦承有缺憾的典型说法：

- “创造一种情境，用以解释股市的波动，几乎只能纯猜测——可能性不胜枚举。”（迈克尔·席摩）
- “这事不是很精确；没人晓得这是不是表层底下的现象，可以强化将来的趋势，或只是发展中的几项讯息里面的一种。”（杰斯丁·马密兹〔Justin Mamis〕）
- “道氏理论当然不是万无一失。没有一种理论、系统、方法能够如此……”最后决定要买要卖的人是你。”（纽约金融学会〔The New York Institute of Finance〕）

至少技术分析师如此坦诚，十分可喜。但不要以为在判断市场的走向上，他们比你厉害。关于技术分析，我们惟一确定的一件事，是发行技术分析投资新闻信可以赚钱维生。

有些技术分析大师提出建议时，也拿自己的钱去冒险。或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许从这里可以看出他们的确出自诚心做某些建议，但不一定表示他们的看法正确。面对技术操作系统，最好的做法是保持健康的怀疑。有人宣称利用别人非理性的行为可以致富时，务必牢记这句话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　我想退出游戏

在股市竞赛中获胜的技巧，用到真实世界可能失灵

我在哈佛大学商学院学到一个宝贵的教训，和投资游戏的严肃面有关。举例来说，参加商品操作竞赛令我高兴，因为我发现期货市场是玩水嬉戏的地方。我也发现一些学生不因我们只是玩钱，而稍减拼命精神。由机构经纪公司米彻尔－哈钦兹（Mitchell，Hutchins Inc.）主办的全校股市投资竞赛，也带来另一个教训。

这种股市游戏让米彻尔－哈钦兹在校园内名声大噪，令我以为它是华尔街上数一数二的公司。至少在一件事上——该公司的研究品质——我的印象完全正确。《机构投资人》（Institutional Investor）每年的华尔街分析师排名，米彻尔－哈钦兹一直获得很高的评价但该公司的规模不大。当时的流行用语“研究精品店”一词，用来形容它，十分贴切。米彻尔－哈钦兹给人小企业的亲切感，但以证券承销商来说，它的营业额远低于业界翘楚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于规模不大，加上营业对象主要针对机构客户，米彻尔－哈钦兹在校园外的知名度没有我想的那么响亮。说真的，很多朋友一直不太会念这家公司的名字。一些人老是把它和米勒·哈金斯（Miller Huggins）搞混。米勒·哈金斯是 1927 年纽约洋基队经理，一直活在人们心中。

总之，哈佛商学院的股市游戏办得十分成功，至少从主办单位的观点来看是如此。在有意应征工作的学生心目中，米彻尔－哈兹的分量大为提高。大部分参赛者没有像该公司那样直接获利，但许多人得到很大的乐趣。对股市陌生的人参加竞赛之后，的确学到一些实务上的知识，晓得如何在市场上投机整体而言，这种练习所得的好处可说各取所需。

依据以上所说，你可能倾向于认为投资竞赛是无害的消遣娱乐。但这种结论可能太过乐观。认真参赛的人很可能染上后遗症，对金融市场抱有不正确的看法 尤其是仿效赢家的策略，在真实世界可能付出惨痛的代价。证券市场的游戏和真正的投资两者间，通常有差异，基本理由有二。

首先，那些假投资人没有真正拿钱出来一搏，但获有报酬，也就是奖金，或者，光是赢过别人便喜不自胜。参赛者不需要衡量风险相对于报酬的高低，这一点和真实世界不一样。相反的，他们有很大的动机去追逐厚利，不必计较后果——因为根本没什么不利的后果。

大部分投资竞赛设计的第二种人为状况，强化了这种“好大喜功”的心理。为了在大家的情绪冷却之前宣告赢家，主办

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单位通常限制游戏时间，可能只有几个月。期限这么短，投资基本面忍受好股票的策略根本不必考虑。（主张“基本价值”投资法的人，常提醒我们，一不小心犯错之后，市场可能需要一段相当长的时间，才能让你转亏为盈。）游戏规则驱使参赛者选取波动激烈、红极一时的证券。耐心抱牢坚实但失宠的公司股票，这种策略几乎注定输给别人。相较之下，真实世界中，成功的投资人被问到“你是怎么做到的”时，最常听到的答案是使用后面的方法。

不可否认，急功近利的投机分子不见得总能赢得投资竞赛。有些时候，竞赛是在惨不忍睹的空头市场期间举办。如果没人运气够好，选到一支逆势激涨的股票，则得奖者可能是某位胆小如鼠的人，因为整段期间，他手上百分之百抱满国库券。这样的结果，说明以 90 天定胜负便授予桂冠，是相当愚蠢的做法。在金融市场，这就像玩扑克牌，牌技不怎么样的人第一局拿到同花大顺后，游戏便告结束一样。

事实上，市场短暂的下跌期中，因为持有现金资产而获胜，一点意义也没有。如果比赛延长到好几年，这种策略不会成功，因为长期而言，普通股的表现很容易超越零风险的国库券。

不过胜利者可能把投资国库券获胜的策略，归因于个人拥有高人一等的绝技，善于掌握市场进出时机。这种说法要站得住脚，则自封为趋势大师的人，必须在以后各段期间都同样成功才行。否则，我们不可能证明“在市场中说风是风，说雨是雨”真的是一种本领，不是纯粹侥幸。投资游戏的主办单位和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沉迷其中的人，不理会别人说长道短。参赛者获胜所用的策略，在实际的市场情境中会不会搞得灰头土脸，他们根本不在乎。

投资游戏要玩得逼真，方法很简单：限制参赛者只能是知名的专业人士，而不是让一堆业余玩家莫名其妙便获胜。《华尔街日报》便根据这个原则，展示游戏应该怎么玩。它在“投资掷镖”竞赛中，不只要专业人士互别苗头，他们也必须和射飞镖选出的股票投资组合一较长短。从好的一方面来说，这种竞赛一直举办下去，不是在很短的期间内便结束。因此和两三个月的投资游戏比起来，更能考验出投资才能。

这么做和现实世界相符，但《华尔街日报》规定每位专家每次只能选取一支股票。参加《华尔街日报》竞赛的专家，实际管理投资组合时，任何时候总是把风险分散到许多不同的证券上。他们晓得，最具上涨潜力的股票，通常下跌空间也最大，所以不愿把所有的筹码全押注在它上面。

打个比方来说，棒球队选手站上打击区后，若想击出全垒打，则挥棒落空的风险也高。眼前的情况需要特别小心谨慎时，他们会采取触击打法，或设法击出一垒安打。相形之下，《华尔街日报》的竞赛，比较像以前一出叫做《全垒打大赛》（Home Run Derby）的电视连续剧。那个节目中，打击手必须把球击出场外才能得分。幸好《全垒打大赛》受欢迎的程度不如棒球运动本身。棒球运动的复杂性高出很多，也要费心思。

参加《华尔街日报》单股决胜负竞赛的约拿丹·史坦柏格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Jonathan Steinberg）的表现，具体而微地呈现出股市模拟竞赛所孕育的奋力一击心态。1992 年 3 月 5 日，“投资掷镖”的最新报导包括这一段评论：

> 史坦柏格先生试了 10 次，拿了 6 次第一名，4 次最后一名。他击出的全垒打和三振出局的次数同样令人难忘。他曾选出本竞赛中涨幅最大的几支赢家。除了迈克尔商店（Michaels Stores），还有清纯加拿大啤酒公司（Clearly Canadian Beverage Corp.）上涨 193.3%，戴尔电脑公司（Dell Computer Corp.）上涨 117.2%。但他也选到本竞赛中跌幅最大的两支股票：管理公司娱乐集团（Management Co. Entertainment Group）下跌 96.9% 和金融新闻网公司（Financial News Network Inc.）下跌 69.9%.

依《华尔街日报》记者的判断，到那时候为止，史坦柏格整体的选股能力“出色”。他选出的股票 6 个月内平均上涨 22.9%，高于其他参赛专家的 14.8% 和道－琼斯 30 种工业股价指数 4.4% 的涨幅。现实世界中，大部分客户会希望赚到比史坦柏格的成绩高很多的钱。若非如此，《华尔街日报》1991 年 9 月 6 日所说的，史坦柏格“在大赚和大赔中升沉不定”的快感，这些客户便享受不到。

赚赔这两种股票中，不妨猜猜史坦柏格在他的《特殊情况报导》（Special Situations Report）中强调何者？以下摘自 1992 年 3 月 23 日《大亨》杂志的一则广告，列出他的“绝对一级棒推荐个股”：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

清纯加拿大啤酒 22 个月内上涨 1063%
计分板（Score Board）19 个月内上涨 413%
软件工厂 Software Toolworks）8 个月内上涨 165%.

英文原文中，上涨（Up）并非专有名词，却用大写，这样的广告文案让人留下清楚的印象，晓得史坦柏格所选股票的走向。但参加投资竞赛的人，给人的印象却是好坏互见。

察觉这种差异，是观察股市大赛时可以学习的机会之一。看到参赛者汲汲营营于想像中的短利时，你应能知道，长期而言，管理实际的投资组合不该做哪些事。如果只是抱着玩玩的心态，或许可以去参加投资竞赛，但最好不要赢。要是不幸失败，或许可以庆幸自己其实懂得某些东西。不管你认为自己发现了什么，总之，为奖金而玩获得的概念，无法经常赚得利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　几家欢乐几家愁

天灾常有钱可赚；
个中秘诀在于确定该买该卖

天灾新闻一报导出来，许多人马上会问：“我如何伸出援手？”身手敏捷的投资人以同样局势的速度开始思索：“我如何从中获利？”发灾难财其实是往光明面看的一种终极形式。这种顽强不屈的冲劲，能在很多人类的不幸事件中看到。

举例来说，海湾战争 1991 年爆发时，想买股票的人到处搜寻防毒面罩和解毒剂的制造商。冲突各方带来的破坏，表示那些能够参与科威特重建工作的公司，盈余可望提高。连爱滋病也有投机客的可乘之机。保险套制造商显然是初期的“宠儿”。制药和生物科技公司也有出头之日，在这场危机的经济因应过程中得以分一杯羹。所有这些活动完全符合自由企业制度的精神。有句老话说，当你濒临悬崖边缘，会看到企业家在那边卖降落伞。

创造、摧毁、重新分配财富的所有事件，包括地震、洪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水、民众骚动，金融市场必然有所反应。即使有些参与者不以为然，证券价格还是会重新调整，以反映最新的情势。有机会从别人的苦难中获利时，“不以为然”绝非普遍持有的反应。许多投资人一听到另一场灾难迫在眉睫，一定蠢蠢欲动。

例如，1992 年夏安德鲁飓风袭击佛罗里达州南部时，证券经纪商一刻都不浪费，立即帮助金融市场反映这项消息。据报导，佛罗里达州一家证券自营商的研究部门主管一到办公室，便接到 100 通营业员打来的电话，询问如何从这场灾难中获利。

富有创意的点子不虞匮乏。纽约商业交易所的天然气期货合约成交量创新高，因为湾岸的天然气产量可能受损。一家经纪公司建议买进佛罗里达州一家运送碎石和水泥的铁路公司股票。重建工作上，这些材料将不可或缺有些分析师认为投资银行类股有获利良机，因为许多飓风受害人必须借钱，生活才能恢复正常。一家金融机构的发言人说，“我们不可能有那种贷款需求”，但追逐资本增值机会的投资人不为所动。

很不幸，因为回答问题忙得不可开交的佛罗里达州那位研究部门主管指出，人们被他们的狂热冲昏了头。结果，买到高点的人惨遭套牢。他说：“他们最好祈祷下个星期有另一场飓风，否则将置身于悲惨世界中。”

对死亡和毁灭过度幸灾乐祸，争相投资灾难事件的人，可能掉进几个陷阱，上面仅是其一。另一种危险是某个事件听起来十分精彩，但不一定有价值。以银行为例来说，安德鲁飓风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能不能带来厚利并非绝无疑问。一位经济学家指出。许多曾向银行借钱的人失去工作后，将无法如期偿还贷款。此外，房屋遭吹毁有不利之处；投资人本来以为这是住宅建筑商的大好机会，许多无屋可住的人领得房屋险的全额理赔支票后，偿还抵押贷款，导致银行的利息收入减少。

从安德鲁飓风衍生出来的另一个建议，也有问题。一有天灾，往往就有这个建议：放空美国财政部公债。这个概念背后的依据是，财产和灾害险承保公司必须出售它们持有的固定收益证券，才能应付异常的巨额理赔申请。事实上，财产和灾害险公司表示，理赔金额总是以手头现金、利息收入、债券赎回所获资金支付。

佛罗里达州的灾难发生后，一位专家受访时表示，他在某大保险公司的投资部门待了 25 年以上，“我们从没在那种时候，被迫出售投资资产以应付理赔申请”。另一家公司的发言人说，保险公司出售债券之说为无稽之谈，因为和天灾有关的理赔，总是在一段相当长的期间内支付。因此，没必要倒出债券，迅速换取现金。这位发言人总结说：“我想，有人想在债券市场掀起一点不安情绪。”

安德鲁飓风在地方公债市场一样没引起什么立即反应。免税债券投资专家指出，佛罗里达州南部各地方政府发行的债券，有许多握在买进后抱牢的小额投资人手中。（一些经纪公司因为风暴而关闭，即使他们想卖，也没有管道可卖。）交易员也没有抢着抛出。一位交易员说：“飓风来了，迟早会走。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安德鲁飓风掀起的另一个投资建议，同样有可议之处，那就是买进财产及灾害保险公司的股票。和放空财政部公债的想法一样，以前的天灾中也有人编出这个笑话。这个建议和常识相抵触，因为风暴对保险公司最明显的影响，是承保损失增加。风灾过后，财产及灾害保险公司的盈余必将下降，理该卖出它们的股票，但认为应买进的人指出，核保周期将因此中断。持这种看法的分析师指出，以前保险公司的股价因为费率竞争激烈而遭抑低，安德鲁飓风带来的庞大理赔支出，最后会迫使保险公司收取较高的保费，以维持盈余。

至少一位华尔街分析师认为这种情况“可望成真”，不是“有此可能”而已。纽约大学一位财务学教授预测，保险公司会以安德鲁飓风和后来的伊尼奇飓风，做为调高保费 10% 到 15% 的理由。

但是许多专家认为费率不可能普遍提高。费奇投资服务公司（Fitch Investors Service）指出，保险公司的股票和债券投资组合最近增值，使得承保能力过剩。标准普尔公司（Standard & Poor's）做成结论说，安德鲁飓风不可能把保费推高到足以改善业界获利力的水准事实上，安德鲁飓风那么猛烈的风暴来袭时，一家财产及灾害保险公司曾在意提高费率。美国国际集团（American Internationa Group; GIP）在这个飓风侵袭佛罗里达州海岸那天，写了一份内部备忘录，说“现在有机会提高价格”。消费者运动人士拉夫·纳德（Ralph Nader）取得这份备忘录，作为联邦政府应加强管理保险业者的证据。全国保险消费者组织（National Insurance Consumer Organization）理事长罗伯特·亨特（J. Robert Hunter）敦促州保险委员会阻止“AIG 可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恶的企图，想提高业已丰厚的利润”。

该公司否认打算发飓风财。AIG 董事长说，佛罗里达州保险司对这件事的反应，描绘出一幅“全然扭曲的画面”。不管怎么说，业界显然没有提高保费的念头。

但另一方面，保险公司必须开始理赔。若干公司的理赔金额很高。大陆公司（Continental Corp.）被迫减发股利，为 139 年来首次。美国谨慎保险公司（Prudential Insurance Co. of America）的损失为原先估计值的 4 倍，总计超过 10 亿美元，穆迪投资服务公司（Moody's Investors Service）和标准普尔公司因此重新评估它的债信。穆迪不只降低全美保险集团（Allstate Insurance Group）的债信，连全美的母公司西尔斯（Sears, Roebuck & Co.）也受波及。1991 年全美保险因安德鲁飓风产生的损失估计值，使得西尔斯的利润少掉 7.225 亿美元。

若干人士表示，保险业的潜在承保损失比往年还高。据报导，由于以往减少利用再保险的做法，保险业者的盈余受损情况更为严重。这一点，在这里解释一下。分保公司通常会把一部分的承保风险转嫁出去，也就是它们付钱给再保险公司，由后者承担超过某一金额的风险。分保公司保留的风险，决定了它的损益表能够记载多少纯投保保费。显然有些公司在安德鲁飓风之前的艰苦年头中，试着维持这个收入量数有所成长，做法是自己承担高于正常水准的风险。从这些公司的财务报表，投资人看不出盈余承受的风险程度。这方面的事情揭露不够充分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不管确切的原因到底为何，安德鲁飓风对保险公司盈余造成的冲击，出乎意料的重大。飓风袭击佛罗里达州后约 3 个星期，美国汽车俱乐部（Motor Club of America; MCA ）丢来炸弹。再保险公司的 MCA 保险单位预料将受理的 5000 万美元理赔金额中，再保险公司只须负责约 2000 万美元。因此产生的损失，将使得汽车俱乐部在财产及灾害保险公司的整个投资一扫而光。

一位业界分析师称，汽车俱乐部承受的风险和该公司的规模相较，“令人悚惧”。管理阶层估计，股东权益会从约 2900 万美元减为 800 万美元左右。这项消息使得汽车俱乐部的股价一天之内急跌 64%。投机客梦想保费收入大增的下场竟如此惨痛！

从保险类股的经验，我们学得两个重要的教训。第一，发灾难财的方法或许言之成理，但仍行不通。第二，听起来很合理的策略，会因隐藏性风险而大打折扣。住宅营建类股也是另一种安德鲁飓风概念股，但受后一种因素影响。

灾难引发的初步激情，导致资金拥向佛罗里达州的住宅营建业者股票。一些公司在灾区的营建活动十分有限，也因投机热潮而致股价上扬。预铸房屋公司和各类建材制造商的股票一样抢手。由于对屋顶板的需求可望激增，艾尔可（Elcor）的股价一周内上涨 26%。戴康实业（Dycom Industries）的成交量扩增了约 100 倍。电力建设公司迅速出现在佛罗里达州现场，拆除倒下的电力线路。由于布设新的线路，盈余将增加，投资人把戴康的股价推升到前一天的两倍有余。但涨幅最大的是莲娜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Lennar）。该公司的股价迅速突破 52 周的高价。莲娜是灾区戴德郡最大的住宅营建商，自然成为投资人的最爱。这家公司商誉很好，佛罗里达州两份出版品推举它为 1991 年最优良公司。董事长莱昂纳德·米勒（Leonard Miller）获得年度风云人物美誉。

但莲娜开发建设的住宅所有人指控该公司因疏忽才导致意外发生，原来的美誉顿时加深了震惊之情。屋主指称，他们的房子盖得有瑕疵，飓风造成的损害不应该那么严重。莲娜马上反驳说，这种指控"子虚乌有"，决定全力抗辩，甚至扬言，官司造成的任何成本，将要求赔偿。

不过官司缠身的消息传出后，莲娜的股价重挫。9 月 3 日股价以 23½美元收盘，比 8 月 27 日飓风过后的最高收盘价 30⅛ 美元跌了 22%。其实，9 月 3 日的收盘价比安德鲁飓风来袭前那个星期五的收盘价还低 16% 本来被视为利多的灾难事件，最后反成得不偿失的利空消息。股价止涨回跌虽然始料未及，但在住宅开发区的居民提出指控之前，已有一些蛛丝马迹。例如，一些证券分析师说，飓风过后，莲娜公司股价便告激涨，未免涨得太早，或已涨过头。他们指出，莲娜的传统业务是一次兴建 100 户住宅区，而安德鲁飓风过后，主要的工作是重建个别住宅。

这些分析师说，如果有什么影响的话，应说莲娜的新营建成本会上升，因为重建会造成人工和原料需求增加。此外，以 30⅛ 美元的价格来说，莲娜的股价相对于估计盈余的本益比是其他许多住宅营建商的两倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和这些警讯比起来，更要紧的是，造成股价重跌的官司，并非最新的事件。受灾住宅区居民早在飓风来袭前一年多，便已控诉莲娜。那时候，他们指称这家营建商使用未经加工处理的木材和未经镀锌的钢制螺栓，使得他们的房子过早腐朽。屋漏偏逢连夜雨，老官司还没结案，安德鲁飓风来袭，佛罗里达州南部许多屋主从此没有屋子腐朽的问题。

许多投资人和戴德郡的屋主一样，飓风过后损失惨重。有些例子中，罪魁祸首是推理判断错误。另一些人想发灾难财反成难民，则是因为始料未及的风险造成的。

因此，我们可以这么说，大火、饥荒、洪水的受害人，不完全只在灾区。数千里外，想趁天灾迅速牟利的人，也有一段噩梦般的经验。平心而论，很多投资理财方式不必那么悲惨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　赌徒之忧

投资变成投机时，放手一赌的日子不会太远

地点在心理医生的办公室。他面前是一位冲动型赌徒，两人首次见面。

心理医生以前从没接受问题如此特别的病人求疹。他发现，一般来说，好赌成性的人输光了钱，根本看不起医生。但是眼前这个个案，则是赌徒的老婆扬言要离婚，除非他同意接受治疗。心理医生知道钱归老婆管之后，心里才觉得踏实，因为到时不至于收不到钱。

几乎一踏进办公室，新病患就询问治疗要花多少钱。

心理医生答道："一次 150 美元。"

赌徒说："拜托告诉我老婆，说是 200 美元。多出的 50 美元我们两人平分。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个故事中的病人（恰好真有其人其事）仍继续骗钱去赌博，不想戒除。那次短暂的心理咨询，结果两件事情都徒劳无功。很遗憾，这样的故事可能一演再演几百万次，只是令人心碎的程度不一。高达 3% 的美国成年人有严重的赌癖。

如果你不清楚一本谈投资的书为什么扯到赌瘾，那么不妨看看一项相关的统计数字。这个统计数字是罗伯特·卡斯特（Robert Custer）博士提供的。卡斯特创立了第一个冲动性赌博治疗计划。他指出，他的病人有赌瘾， 20% 是踏入金融市场后造成的。投机买卖股票和债券不一定养成不良的习惯，但对许多投资人来说，成因值得探讨。他们买卖证券的方式，本质上和赌博无异。

认真探讨你自己的投资习惯，或许有帮助。拿问题赌徒典型的输赢和孤注一掷的做法，与一些人的投资习性相提并论，可能令你不悦。对冲动型赌徒来说，世界上最美妙的事情是下赌后赢得大钱，次佳者则为赌后赔钱。一位已经戒除赌马习癖的人说：“赌远比嫖好，两者不能相互比较。”（但愿你对股市没有那么强烈的感觉。但情绪上的“快感”是不是吸引你的因素之一？）

赌徒开始企图“翻本”时，最严重的心理堕落于焉养成。这种情况下，赌徒所下赌注愈来愈大，不顾一切，想要捞回老本。（投资价值缩水后，你有没有极力逢低承接，企图摊平的习惯？）

社会学家亨利·雷瑟尔（Henry R. Lesieur）长期研究赌博

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题，丹尼斯·布里欧（Dennis Breo）在 1989 年 11 月 10 日的《美国医学学会期刊》引述他的话说，好赌成性的人所以不肯回头，往往出于他认为输得“没有道理”。假设某位赌徒起初小心翼翼地衡量一场美式足球赛的输赢后，选中某一队。他看好的球队有机会射进获胜的 3 分球，却碰到球门横杆，差了一寸。雷斯尔说：“如此输掉比赛，重创这位赌徒的自尊。此后，他不再事先仔细研判比赛的胜算，开始拼命想把钱赢回来。当然了，他输得愈来愈多。”

如果你还没看到自己有这样的行为，表示你的投机冲动控制得很好。但你有没有可能像赌徒那样，怀有若干迷信？理论上，我们晓得摸彩箱内的每个数字都有同样中奖的机率，可是各州发行彩券后，往往刺激了“中奖秘笈”的销路。这些出版品的骗子根据梦中所见，推荐幸运号码。（你从没凭第六感去买某种证券，是不是?）

如果你偶尔掉进以上括弧中所说的陷阱之一，不要觉得不好意思。连华尔街的专业人士也难逃非理性风险的致命吸引力。在我事业生涯的早期，便亲眼看到活生生的例子。

当时我和一些同事到曼哈顿的小意大利区参观一项活动，其中常见的中场余兴节目引人注目。任何人只要有本事把水喷入小丑玩偶的嘴巴，就可以抱着一堆可爱的填充动物玩具回家。但是有个游戏特别有趣。想玩的人必须下注，赌一组六面长棒型骰子滚出后的结果。这些长棒型骰子的每一面都有一系列数字，如果所有朝上的数字超过某一总和，玩家便获胜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我个人觉得，这个游戏很简单，而且奖品不是填充动物玩具，而是一台彩色电视机。依我之见，如果玩家的胜算很大，庄家早就破产了。

同行的朋友满脑子想的也是那台电视机，于是赶快排开人群，挤到最前头。他们砸下 30 或 40 美元之后，我想，他们的运气快来了。但我判断错误。到这时候，游戏发明者过人的智慧才显现出来。根据游戏规则，玩家可以再买玩一次的机会，保留前面掷出的所有点数。当然了，每次掷骰子获胜的最低数字总和都提高。长棒型骰子上的数字安排得十分巧妙，被诱上钩的玩家累积的分数似乎总是无法突破数字总和底限。游戏给人必胜的错觉很强、紧紧吸引玩家砸入愈来愈多的钱，直到口袋掏空，就像我的同事一样。

他们玩得太过火，理由可能是整个活动营造出嘉年华会的气氛。但很遗憾，人们从路边的游戏摊回到证券市场，赌博的冲动不会自动消失。金融投机可望获得的巨额报酬，吸引力不比输盘赌逊色。

到小意大利一游前后某天，我碰到一位大学同学，他等不及告诉我在市场上投机获利的故事。他十分自毫地说：“去年我操作选择权赚了 20000 美元。没错，我在没有获利的操作上赔了 30000 美元。但现在我已经搞清楚什么地方做错了。今年会是丰收的一年。”

他染上的病比我想的严重。他继续说：“我也做好安排，帮几位朋友管理资金。现在就等着多赚点钱，接着放弃原来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工作，开始专心操作选择权。”

虽然形式不同，这位朋友的故事同样显示，人们永远摆脱不掉一夕致富的幻想。从心理学的角度来说，投机操作选择权比长棒型骰子数字游戏还诱人。不只投入的本钱更高，而且需要的技巧更多。

毋庸赘言，机率最后终于让我的大学同学阴沟里翻船。我再次碰到他时，关于选择权，已经没什么好谈的。他不再打算舍弃前途看好的法律事业生涯。他所用的方法在波动不居的市场根本不适用，也应付不了漫无止尽的手续费支出。

我的意思不是说选择权本质上风险太高，不应涉足其中。事实上，它们可用来降低风险——也就是针对标的证券建立一个避险仓位。个中要点在于某人免除了风险，达成交易的另一方则增添风险。你有没有选对角色？

扑克牌玩家有句老话，可以回答这个问题。他们说，晚上最后的赢家是那些一开始便抱着最多钱坐下来的人。随着赌注愈来愈高，筹码四处飞舞，耐久力最长的人明显占有优势。

引申而言，如果竞争对手的资金远比你充足，投机便是很危险的做法。机构投资人通常资金宽裕。再者，交易时间内，你可能必须专注于其他事情（如自己的工作），更处于不利地位。如果你的投资着眼点在长期的基本面价值，则延误几个小时取得相关资讯，不会造成灾难。但如想在波动不居的金融工具上迅速获利，则情况全然不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明知胜算低却执意一赌，还是有它难以抗拒的吸引力——至少对若干人来说如此。至于我自己，阅读精算表得到的快感，和赌轮盘一样多赌场天生占有优势，保证随着时间的流逝，赌客会依可预测的速率输钱。眼见最后的结果证实已经确立的机率法则，我不觉得好玩。

根据这些事实，经营赌场远比当赌客有利。很不巧，取得赌场经营执照需要庞大的资金，还要有硬汉般的性格。我们只能这么说：两者兼备极其难得。

相对的，在投资世界，任何人都可开赌场。虽然收取别人冒险犯难的手续费是个好点子，但你不必创立经纪公司。另一种较为普及的可行做法，是取得资金的内在报酬。就像赌场的获利率或赌徒的活力，这方面的收入不多，却十分可靠，能够源源不绝而来。

为什么所选资产不错的多元化投资组合长期而言能够增值？一个原因是人们本来可以把钱花掉，立即获得满足，但不花钱而拿去投资，表示在别人拼命享乐的同时，你愿意延到以后才享受。延后享受的惟一明显理由，是为了以后获得更大的满足。所以说，向别人借钱用一段时间的人，必须保证将来归还更多钱。不谈经济理论，在证券市场能够信赖的东西不多，以保守的心态投资是其一。如果你真的想增加个人的财富净值，就必须把一部分资金投入升值缓慢、周转率低的资产。这个基础打好后，才可以把一些资金拿去投资风险较高、报酬较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高的资产。如果逾越分寸，做出非理性的投机行为，就不要自欺欺人，说你正试图提高个人的财富。这时甚至可能得请专业人士帮忙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二篇

数字回力球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　始料未及

盈余预估值的短期变动
可能不是投资决策的最好基础

和乏人垂青而致价格低估的公司股票形成极端对比的，是出类拔萃的国际商业机器公司（IBM）股票。这家全球最大电脑制造商的未来美景，绝不会遭人忽视。1991 年的《标准期刊目录》（Standard Periodical Directory）列出 9 种日报和新闻信，专门探讨“深蓝”的种种。IBM 也吸引证券分析师广泛注意。迄 1991 年 3 月 14 日止，34 位分析师在《机构经纪商估计系统》（Institutional Brokers Estimate System；IBES）发表 IBM 单季每股盈余预测数字。《机构经纪商估计系统》是纽约林奇琼斯赖恩公司（Lynch，Jones & Ryan）的出版品。

以这个标准来看，其他许多知名公司的报导广度远不如 IBM（例如，伊斯曼柯达公司〔Eastman Kodak〕有 25 位分析师发表估计值，洛克希德〔Lockheed〕有 22 位，施乐〔Xerox〕有 16 位）。因此，整体而言，投资人对 IBM 的股价正确水准应该很有信心才对，因为分析师不致疏忽这支股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1991 年第一季结束前两周，34 位分析师在 IBES 发表 IBM 第一季的盈余估计值，平均为每股 1.84 美元，和一年前的 1.81 美元实绩相去不远。这些分析师研究过和这家公司前景有关的各种资料后，都不认为有必要偏离一致看法 10%（取整数）以上。整个估计范围从最高每股 2.01 美元，到最低 1.65 美元。

1991 年 3 月 19 日，IBM 揭露讯息，跌破分析师眼镜，因为他们最悲观的估计值仍过于乐观，可能比实际数字高出约 80%。IBM 预期，1991 年第一季的业绩不但不能和 1990 年第一季相当，更会下降一半，成为约 0.90 美元。那一天，IBM 这支纽约股市中最受瞩目的股票之一，因为坏消息出乎每位分析师意料，价格重跌约 10%。

在不同的情况中，10%的跌幅不算重。（当然了，对恰巧持有这支股票的投资人来说，跌幅则很重。）假设某件事先没办法预测的事情震撼市场，如油轮撞船或出乎意料的法律判决，造成某支股票价格急跌约 10%。股价应声重挫，和新资讯如何冲击金融市场的经济理论不抵触。此外，名气没那么响亮和流动性低的股票价值急减 10%，不会引起市场太大的骚动。这样的事情只会强化一般人的看法，相信研究报导少，会使某些股票的价位偏离应有的水准，带来可趁之机。

但是 IBM 的例子公然向一些基本假设挑衅。IBM 并未潜心看任何震撼股价的事件，60 亿美元的股票市值却突然消失无踪。引发股价下跌的原因是 IBM 发表声明，谈及盈余展望。IBM 这样一家广为人们监视注意的公司，证券分析师竟未能见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及盈余下降的可能性，实在令人惊讶。

当然了，经济学教科书不是这么写的。资本市场的理论学家说，证券价格不断反映新的资讯。除非有无法预测的震撼性事件发生，盈余预期的变动应该是缓慢、循序渐进的。在那样的世界中，投资组合经理一定争先恐后，急着获悉知名分析师是否略微修正预估值。从 IBM 盈余估计值剧变的例子中，及早获悉估计值略微变动有没有好处，值得怀疑。

新闻媒体至少引述一位分析师的话，指责 IBM 令他和他的同行措手不及。他特别怪罪深蓝前几季也做同样的事。这次盈余预测事件的整个过程，因为这段话而产生令人不安的涵义。从这次事件可以看出，即使是大公司，分析师也往往很难从外部预期企业会发生什么事。不像 IBM 那么小心谨慎的公司，或许能运用他们的资讯不透明性，取得不公平优势。它们可能影响外界的盈余估计值，从而操纵本身的证券价格。

由于短期预测本质上很困难，这样的情况不能说不可能发生。例如 IBM 以其庞大的规模和复杂性，便很难估量。此外，深蓝的纯益极易受营业获利率细微变动的影响，而营业获利率是否略微变动，极难预测。事实上，即使 3 月 19 日分析师发现自己错得离谱之后， IBM 的展望还是没有完全明朗。 4 月 14 日 IBM 发表每股盈余为 0.93 美元时，一些分析师再次调低 1991 年全年的估计值。结果，股价下跌 2⅛ 美元。成为 108½ 美元。

虽然实际的盈余数字略高于管理阶层早先所说的 0.90 美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，IBM 股价还是第二次下挫，原因是除了正式的盈余数字，IBM 也发表营业收入分项资料，显示硬件部门的营业额降幅高于预期，达 17%。分析师因此再次向下修正预测值。

IBM 这个例子的真正教训，或许在于盈余估计和报告有无价值。仅仅 90 天的公司业绩变化，很难据以研判证券的实质价值。单季盈余数字和大部分统计数字一样，包括一定数量的“杂讯”。（这个名词用以表示细微的变动，对于较长期的趋势不具意义。）

理论上，一公司普通股的价格反映所有未来期间的盈余。由此可以看出，投资人未免过分注意单季数字。财务报告标准本来就有相当大的弹性空间，更使这件事显得严重。管理阶层可以自由裁量某些数字的列报方式，使得实际发表的盈余数字产生很大的出入，对实际经营状况的了解没有特别帮助。

由于以上所说和其他问题，单季盈余数字有无价值，人们争议激烈。（有意竞选总统的保罗·宗格斯〔Paul Tsongas〕，1991 年 5 月甚至把这件事列为竞选话题。）但这个问题中，有件事不必争论，那就是对单季盈余估计值的细微变动过度反应的话，显然会赔钱。预测值修正往往产生假象，让人以为一公司的实质价值已经改变。根据这种错觉而采取行动，最后只会赔了手续费，做出没实利的操作。

为了保护自己，分析师的意见姑且听之即可。千万不要每遇盈余估计值略有修正便采取进出行动。在你为统计杂讯烦恼不已之际，真正重大的价值变动可能即将让你大惊失色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章　基本面假设

财务报表如编得翔实，
则深研财务报表将有所获

“基本面分析”是指分析企业的财务报表，从而评估证券的价值。如果你相信出人头地主要得靠努力工作，那么你可能发现基本面分析是最引人入胜的一种投资风格。起码你会喜欢和它有关的一些陈词滥调。

从事基本面分析，必须卷起袖子，弄脏双手。你得把那家公司拆开来，拿一把细密的梳子梳理它的数字。你应该找出它的基本价值，强调坚实的资产和稳定的盈余记录。

很遗憾，孜孜不倦地努力，对所获结果不一定十分满意。一个问题是，发表财务报表的公司不见得都和你的想法相同。有些公司采用宽松的会计实务，有些把阴暗的状况漆成明亮的画面，有些则干脆做假帐。

企业界怎能在财务会计标准委员会（Financial Accounting

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Standards Board ）和证券管理委员会（SEC）等稽核机关监视下，发表不实的财务报表，而不受惩罚？就单纯的诈欺案例来说，答案是主管单位的监督，永远无法完全有效扼阻某些人愿冒坐牢风险从事不法行为。对投资人来说，更常见的风险是财务报表看似合乎各项准则，却潜藏叫人不快的意外。

例如 1991 年 9 月 27 日，社区精神治疗中心（Community Psychiatric Centers ）宣布最近一季每股盈余为 1 美分后，投资人明显不安，因为这个数字比一年前的业绩减退 98％。社区精神治疗中心的股价立即下跌 6½ 美元，成为 17¼美元。

利润急降不表示需要接受精神治疗的病患人数大减。社区精神治疗中心和大部分心理医疗保健服务商一样， 1991 年感受到病患求诊和价格上的一些压力，但和前一年比较，营业收入只减少 5％。该公司报告盈余急降主要源自应收帐款准备增加。用比较没那么技术性的用语来说，社区精神治疗中心本来假设它已提供的服务最后能取得收入，从而报告一段期间的盈余。后来该公司修正这个假设，认为其中一部分利润毕竟不能算做利润。

请注意，该公司没有违反任何财务报告标准，却能引起很大的震撼。相反的，应计基础会计方法的基本特色在于若干项目的估计，例如坏帐未来的损失和厂房设备的耗损速率。其中的理论是，列出应计营业收入和费用，比单纯记录现金收支，更能显示获利的真实情况。

很遗憾，依据定义，估计值容易出错。社区精神治疗中心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股价市值两天总共少掉 4.3 亿美元，股东深刻感受到必须为错误付出多高的代价。（消失的市值包括盈余数字发表前一天股价下跌 2¾ 美元。由于发表时间比预期晚——问题可能正在酝酿的典型迹象——投资人感到紧张。）

如果你想透过基本面分析击败市场，则须了解社区精神治疗中心的例子绝非独一无二。所有企业的年报都基于某些随时可能改变的假设。它们也确实会去调整这些假设。

社区精神治疗中心终于作成结论，认为它向客户取得收入的前景过于乐观。大约同一时间，花旗集团对它的外国借款人也深感不安，因此把借给巴西的 20 亿美元中长期贷款勾销 7.45 亿美元。花旗突然改变心意，调整放款组合的价值和营运结构重整摊提庞大的费用恰好同时发生。此外，花旗决定取消普通股的股利，令股东大为失望。但花旗也修改创业资本子公司的投资价值计算方法，会计帐上多出 1.22 亿美元。这个做法好像是要缓和投资人的痛苦。管理阶层根本没做什么事，能够改善投资创业资本子公司实际的经济价值。它只是在资产负债表上，采取较不保守的登录方法，从成本或公平价值孰低法转为采用公平价值法。

会计准则完全认可这种瞬息之间创造或消灭财富的做法。依规定，企业界必须取得稽核人批准财务报表，以防滥用这种自行裁量权。

会计假设自由运用的余裕，用在正直的企业经理人手中，对投资人有利。企业如能立即体认以前没看到的经济价值变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化，对实际和潜在投资人有益。但是决定冲销资产或采用其他会计方法的时机，本质上属于主观作为。企业界很容易滥用自由裁量权。比方说，一公司可以运用它的自由裁量权，掩饰资产价值日渐萎缩的事实。这样的例子中，真实情况和资产负债表间的差距会扩大到不能再睁眼说瞎话的地步。到那时候，公司突然一举修正过去的报表，将导致股价崩跌。

身为基本面分析的忠实信徒，你必须在土石崩流下来时，站在别的地方。幸好，如果你不想被乱石砸中，有两个相当有用的准则可以采用。第一，评估一公司财务报告的可信度时，应想想该公司过往的记录如何。如果你所选的公司，管理阶层长期以来一直制造叫人不快的惊奇，万一有股价惨跌的一天，你本身也难辞其咎。《华尔街日报》 1991 年 10 月 16 日第一版有篇文章，标题是“好莱坞神秘现象：奥雷欧的痛楚竟能隐匿多年”。副标题是“制片厂在业绩不振之际显然诉诸积极性的会计方法”。《华尔街日报》说，奥雷欧影片公司（Orion Pictures） “提高电视和电影影片库存的价值，从而延缓庞大亏损发生”。亏损无法再挪后时，公司宣布将报告最近一季有“大幅”亏损。

十分凑巧，《华尔街日报》的文章发表前约 6 个月，我也在刚出版的拙著《财务报表分析：实务指南》（Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide）一书中，以奥雷欧影片为例，说明无法避免的亏损展延的情形。我所谈的事情，发生在该制片厂 1981 ~ 1985 会计年度。那段期间，奥雷欧每年一直报告获有约 700 万美元的盈余，但 1986 年会计年度突然出现 3190 万美元的亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至少一位华尔街分析师正确预言到奥雷欧将转盈为亏。当时在巴利斯宋恩公司（Balis & Zorn, Inc.）服务的约翰·丁克（John Tinker）从奥雷欧的财务报表找到很明显的证据，发现这家制片厂冲销票房不佳的片子速度太慢。

即使你做研究时没看到我的书或丁克 1985 年的报告，你还是会知道，阅读奥雷欧的财务报表要很小心。《华尔街日报》1991 年 10 月 16 日的那篇文章说：“1987 年 4 月，证券管理委员会（SEC）对奥雷欧的会计处理方式很感好奇，因此对它的冲销政策展开调查。”证管会最后没发现违法的东西，但自那天开始，你大可对奥雷欧的财务数字抱持强烈怀疑的态度。从这件事可以看出，注意奥雷欧的历史是聪明的做法。

会计数字叫人大吃一惊的第二个共同特点，在于它们常和其他的经营恶化征兆同时出现。一家公司的经营问题日益严重之际，似乎也敢于大胆解释财务报告准则。因此，如果一公司的基本面可能不够健全，依赖基本面分析尤应备加谨慎。本章讨论的所有个案，都有必要在炸弹爆炸前，先进入红色警戒状态。

社区精神治疗中心盈余下降 98%，打破了单季盈余连续 22年增加的记录，但灾难并非完全无法预见。其他连锁医院的财务报告业已显示公家机关和民众都十分努力在节制医疗保健成本。

花旗也受困于广泛报导的业界问题。1991 年，它的巴西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放款问题其实并不新，同时不动产和融资并购放款让投资人更加忧心如焚。债信评等公司标准普尔 1990 年 4 月就发出很清楚的恶化讯号，把这家金融机构的债信降级。标准普尔指出，花旗相对于竞争对手，资本额和放款损失准备都偏低。同年稍后，标准普尔再次降低花旗的债信评等，理由是资产品质预料进一步恶化。有一阵子，底限似乎仅止于此。但 1991 年 10 月 15 日花旗惊人一举之前两个月，标准普尔把它的评等展望从稳定改为负面。

至于奥雷欧影片公司，投资人只要收看 1991 年奥斯卡金像奖颁奖典礼的转播，就晓得情况不妙。谐星比利·柯里斯托（Billy Crystal）开玩笑地说，获提名的影片包括谈一个人从昏迷状态醒来的“睡人”（Awakenings），谈某人陷入昏迷状态的“时来运转”（Rvevral of Fortune），以及处于昏迷状态的制片厂奥雷欧制作的“与狼共舞”（Dances with Wolves）。（另一个线索是 1991 年 10 月 15 日发表盈余报告之前一年内，该公司的股价从 15 美元以上跌到不及 2 美元。）

总而言之，基本面分析是值得赞赏的一种方法，因为它体现了自己做功课以及孜孜不倦、实事求是的哲学。如果股市极富正义感，则应给勤奋不懈研究企业财务报表的投资人很高的报酬。很遗憾，财务报表不见得准确反映事实。即使财务报表符合所有适用的会计标准，有知名会计师事务所背书，还是依据很多估计和假设，而这些估计和假设，未来可能调整。除了看一家公司的年报，也留意该公司财务报表的可信度，或许可免于成为受害者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　可笑的模式

预测方法往往把真实状况过度简化

在德州佩克斯（Pecos）这个地方，必须和快枪手一决胜负时，你喜欢怎么做？为了让这件事变得有趣些，你不妨稍微吃点亏：允许对手先装好六发式手枪，你则在别人高喊“拔枪！”后才开始装填子弹。

如果你喜欢玩这种游戏，则欢迎踏进金融市场预测的有趣世界。你的任务是预测可能影响证券价格的经济事件。问题是价格本身即代表市场中每个人对各种事件的共同看法，而这些事件正是你所要预测者。

突然爆发的新闻改变未来的展望时，投资人能在一瞬之间集体修改他们的预测值。他们只要把价格推高或压低就可以。他们执行交易所花的时间，远少于你用电脑运算和把最新的预测值印出来的时间。换句话说，在你的子弹正要上膛时，市场早已把枪口对准你。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是想像得到，拔枪不快的你，反而可能成为预言家。本质上，群众立即反应，当然没做过周密的分析。随着时间的流逝，精心设计的预测模式应能轻易击败不加深思便拔枪的交易人。

许多预测系统基于这样的理由而推出，但它们基本上有缺陷。现实世界中，讯息子弹射出后的千钧一发之际，你没办法单单因为能比其他交易人做更复杂的分析就获胜。如果我期望经常胜过别人，真正需要的，是一套能妥善应付全球经济复杂性的预测模式。也就是说，这套模式必须和经济本身差不多复杂。

专业预测专家可能有微词，因为我设定了不可能达成的高标准。毕竟，全球经济活动每天由千百万个互动构成。此外，新的因素不断进入整个画面，如新工厂建成、技术进步、政府的法令规章改变。把将来某一天可能有关的每个变数都纳入考虑，根本不可行。因此，把事情控制在我们应付得来的范围内，才能有所进展。某个模式只要考虑重要的因果关系，应该就能捕捉大势所趋。排除细枝末节，只会产生很小的误差

有人认为，忽视细微因素，好集中全力观察大事，将无伤大雅。我们姑且同意此说，但至少两件事可能出错。历史告诉我们，这些事情的脆弱性不是凭空想像而已。

第一个问题是因果关系不见得任何时候都相同。个中理由往往是人的行为方式出其不意改变。举例来说，1970 年代末，美国人的储蓄率和某些模式的假设不同。或许人们觉得，没理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由抱着一堆现金，在通货膨胀率偏高的情形下快速失去价值。不管原因为何，预测专家都没看出美国的储蓄率将下降。这一来，消费者支出一直高于这些模式的预测水准。预测模式有时连大事也弄错的第二个理由，在于它们有必要漏掉很多细节。把现实状况简化后，预测系统忽略掉的一些微妙事物，可能十分要紧。这些缺陷不只个别模式才有，有些缺陷几乎每个预测专家身上都看得到。1992 年初，所有的主要投资银行都低估抵押贷款提前偿还率，就是很好的例子。

这里先谈一下背景资料。抵押担保债务证券的价值，受房屋所有人偿还贷款本金的速度影响甚巨，依房屋贷款契约来说，贷款人一般有 30 年的期限偿还贷款总额。但平均而言，他们清偿债务的速度快得多。提前偿还贷款的一些理由，可以合理预期。首次购屋人在所得增加后通常会换较大的房子。这时，他们会缴清旧抵押贷款。劳工换新工作需要搬家时，类似的情形会发生。退休人士也可能在抵押贷款到期前很久，便迁出原来的房子。

这类房屋易手的情形相当稳定。人口统计因素上的变化（首次购屋人减少，退休人数增多等）只能缓慢改变提前偿还率，但其他一些因素会造成很大的波动。尤其是利率下降时，许多房屋所有人会偿还旧贷款余额，转而取得利率较低的新贷款。借新还旧的做法，使得提前偿还率上升到远高于正常水准。

1991 年，抵押担保证券专家已广泛研究过利率和提前偿还贷款两者间的历史关系。他们提出的模式包含一些证据充分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的假设，如 10 年期财政部公债利率下降某个数值，则提前偿还贷款金额将上升若干数值。

虽然花了很大的工夫，这些模式还是显著低估 1992 年初提前偿还贷款激增的金额。以 1986 年办理，利率 10% 的抵押贷款为例来说。如果华尔街的饱学之士早就知道， 1992 年 6 月止 12 个月内， 10 年期财政部公债利率将下降 1.11 个百分点，他们预测的提前偿还贷款金额会是多少？平均而言， 1991 年年中他们如根据原来的模式预测，所得提前偿还贷款金额比实际水准低 50% 以上。预测出现误差的原因，在于他们的假设过于简化，认为所有的利率升降幅度都相同。事实上， 10 年期财政部公债利率下降 1.11 个百分点时（从 8.24% 降为 7.13%），5 年期财政部公债利率下降 1.62 个百分点（从 7.91% 跌为 6.29%）。抵押贷款期限较短的人， 80 年代日益增多，对 5 年期利率降幅的重视，甚于对降幅较小的 10 年期殖利率的重视。

旧模式没有预测到这种现象。 1992 年初提前偿还抵押贷款的房屋所有人数，远高于预测水准。

当然了，我们有可能矫正模式疏忽掉的地方。同样的，预测专家能够调整他们所用的方法，以反映行为上的变化。但是建构一个模式，充分考虑全球经济的复杂性，则不可行。

这个意思不是说预测没有价值。恰好相反，放眼未来是制造业者不能不做的事。制造业者经营能不能成功，关键在于事先预估需求，从而规划生产。不过请注意，制造商通常不会把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己锁在"一成不变"的预测数字内。假设一公司预测将销售1000万个单位，它也会为实际需求高达1100万个单位做好准备。它可以安排工人加班或通过外包来增加产量。如需求滑落到900万个单位，管理阶层可能以裁员的方式来减产。

就制造业来说，预测的主要价值在于告诉管理阶层，他们需要准备多大的弹性。如果近期内的需求激增到1500万个单位或萎缩到500万个单位，则必须采取更激烈的措施。这时，公司可能需要扩充生产力或关厂。预测专家只要给这些极端的可能情境较低的机率，就能帮管理阶层很大的忙，做出妥善的应变计划。

预测专家在金融市场做预测时，如果也能提出各种可能性的范围，或许更有帮助。就实务面来说，如果你十分相信的预测专家把股市涨幅的预测值从20%改成25%，你可能不会彻底调整投资组合。预测专家对这种事比较感兴趣，事后总会回头来看谁讲得准。不过，市场出现抛售卖压的机率是5%或30%，对你来说可能攸关重大。要是你承受不起巨额亏损，30%的估计机率可能促使你赶紧脱售持股，抱牢现金。

可惜我们不容易获得那样的预测，告诉我们各种可能结果出现的机率究竟如何。调查经济学家的意见时，要求他们填写的格子通常只有"水准和日期"。所问的问题很简单："12月31日道－琼斯30种工业股价指数是多少？"这样的问题太过简单。

我们已经知道，简化会带来严重的预测误差。预测模式必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须化繁为简，把真实情况简化到它们能够处理的地步。只要你利用到预测模式，都应该做好避险动作。不这么做，等于玩弄一把子弹已经上膛的手枪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章　看似可能却又不可能

基本机率法则揭穿许多投资绩效优异的谎言

听起来是很棒的投资对象：某共同基金的报酬率一直高于同类基金的平均水准。要获得这么出色的记录，方法很简单。该基金的经理人经过多年的摸索和尝试，从错误中学习，把一种保守、以价值为取向的选股系统修改到臻于完美的境地。由于所采策略的核心观念是限制风险，所以她避开有时价格会窜升三四倍的投机股结果，不管在单季或年度绩效排行榜上，她的基金从没拔过头筹。另一方面，她很少选到价格重挫70%或80%的股票。

这位经理人稳扎稳打的做法，创造出诱人的投资机会。投资她的基金，每年所赚可望一直高于50%以上的所有共同基金受益人。随着时间的流逝，你应能远远拉大与投机客的距离；后者赚到的钱有时跻进最高的10%，但隔年又掉到最低的10%.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然了，谈到未来，谁都不能保证什么。可是这位经理人有如假包换的记录可查，证明她所说属实。她的公式 3 年前就修改得十分完美，所以每年的统计中，她的表现总是优于股票共同基金的平均水准。

* * *

做为推销词，“跻身前面一半”实在没什么好炫耀的。许多行销活动企图激起人们致命的不劳而获本能，“跻身前面一半”的诉求根本连这种做法都比不上。即使如此，自称击败同类基金的平均水准，至少犯下一个严重的逻辑错误。依定义，每年结束时，任何基金类别都有一半的共同基金表现优于平均水准。“赢家”中，总难免有许多前一年的“输家”基金（表现低于平均水准）。仅仅一段期间的结果，没办法告诉你，某位经理人跻身前半部是不是真的源于高人一等的投资策略。今年的一些赢家，明年肯定掉到后半部。今年能够高于平均水准，明年继续采用相同的技巧，还是可能掉到后半部。这种现象令人十分怀疑，眼前的风光只是运气使然，和技能优劣无关。

但是稳扎稳打型的经理人，则不是只有一年才跻身前半部；她已经连续 3 年都是如此。从这里不是可以证明她已发现一套真的管用的公式？

不见得。要了解原因何在，我们不妨假想一组相互竞争的共同基金，分析它们 3 年来的排名。运用一些基本机率法则，对我们的分析有帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

暂时假设同类基金中没有一位经理人在选股或抓取市场涨跌时机上具有明显的优势。这种情况下，第一年每位经理人都有 50% 的机率跻身前半部。

第一年结束时，竞赛整个重新来过。第一年的好表现，不表示第二年有“好的开始”。如果我们仍假设同类基金中没有一位经理人拥有真正卓越的公式，那么未来一年结束时，每个人还是有 50% 的机率跻身前半部。第一年表现落在前半部的基金和表现落在后半部的基金，第二年落在前半部的机率完全相同。依照这种推理，同类基金中每位经理人第一年和第二年都跻身前半部的机率是四分之一。第三年，也就是最后一年，继续使用同样的逻辑，则第一年和第二年表现连续高于平均水准的经理人，有 50% 的机率仍然如此。也就是说，四分之一的基金中有一半——总数的八分之一——将连续 3 年保持在前半部。所以说，稳扎稳打型的经理人，在连续 3 年的赢家圈子里，可能有一些同伴。

你可以认为，有八分之一的机率优于平均水准没什么好提的，但也可能觉得相当了不起。一方面，在同类基金中居于前半部的机会是八分之一，你不可能光因这样就踏进共同基金经理人的事业生涯。不过，假设你是财经新闻媒体的记者，想写一篇文章，谈某位“炙手可热”的经理人。任一时间，某个基金连续 3 年表现优于一半的竞争对手，机率都很高。

稳扎稳打型的经理人也许真的相信，她终于发现能够一直跻身前半部的秘密。但 3 年的时间根本不够长，不足以证明或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反驳她的说法。这位经理人或许很卖力工作，但她的理论毫无立论依据。也许价格上涨时，她自以为听到的有效讯号，其实只是市场愚弄她的声音。

前面几段提过，到这里为止的讨论只用到最基本的机率法则。虽然十分简单，但从刚看过的分析，暴露了金融市场每天一再上演的谬误行为。投资顾问常因优秀的绩效记录争取到新客户，但能有这些绩效，其实不过机率使然。市场预测专家老是把他们少数几个正确的预测串连起来，用以说服投资人相信他们十分出色。

如果这些技能优异的说法那么容易被拆穿，为什么人们一直深信不疑？有些投资人根本不了解基本的机率原理，有些人即使懂得一些，但我怀疑他们没有想到投资成败也有机率存在。

“知”和“行”间存有缺口，是可以理解的。如果我们讨论的内容限于丢硬币和掷骰子（入门统计学教科书作者最喜欢的两个例子），很容易便会想到机率问题。有理性的人马上会承认，不管掷骰子的人多努力，掷出 7 点的机率绝不受影响。但谈到投资经理人的绩效受机率的影响也很大时，他们必然能够接受。当然，你会想，他们埋首研究经济趋势和价格的历史走势，一定有所收获

或许如此，但结论并非不证自明。投资所涉及的机率因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比你想像的还多。就这一点来说，市场中的投资行为很像其他许多需要高超技巧的游戏。打篮球就有所谓的“手气极顺”的现象。打过篮球或看过篮球赛的人都知道，篮球选手往往能够接连好几球投篮得分。我们常见到，篮球选手连续投进几球后，变得十分有自信，好像每次出手不可能投不进。

这种几乎到处看得到的现象，惟一的问题是，严肃的研究报告不表赞同。斯坦福大学心理学家艾莫斯·特维斯基（Amos Tversky）和他的同事研究费城七十六人队一季半的二分球命中率，发现投入一球并没有提高下一球的命中率。再连续投入二球、三球的机率一样没上升。

连续投入八球、九球或十球的机率为何？平均投篮命中率55%的球员，连续投入两球的机率是30.25%（0.55×0.55）。每投入一球后的准确率没提高的话，则连续投入3球的机率是16.64%（0.55×0.55×0.55）。很明显的，连续投入很多球的机率相当低。全国篮球协会（National Basketball Association）的球队每个球季都要投射成千上万次。即使每次进篮后的准确率没有提高，一个球季之内，总有机会连续投进很多球。特维斯基发现，七十六人队连续进球的次数或球数，都不比根据机率预测的要高。

这表示球员有可能连续投进10球或12球，因为机率法则说这种情形有可能存在。不可避免的，连续投球命中的球员在这个过程中，有很高的自信。他觉得“手顺”，并把这种感觉归功于连续投球都进。但统计分析告诉我们，他颠倒了因果关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仔细观察棒球比赛的统计数字，也得出和直觉抵触的类似结论。宾州大学沃顿学院的保险统计学教授吉恩·勒梅尔（Jean Lemaire）举例说明，安打率为 0.625 的球员，有可能上场 11 回却无安打记录，只好坐冷板凳。无法击出安打不表示他打得不如平常好。如果一个球季内，他上打击区 600 次，则至少一次连续上场 11 回都没安打记录的机率超过 99%。棒球联盟中安打率为 0.265 的球员，在球季中某个时候，连续上场 17 回无安打记录的机率约有一半。这段空窗期不表示球技暂时滑落，而是打击 1000 次平均安打 265 次的机率下，可望出现的结果。

如果你接受机率法则，则连续无安打和连续好几次跳投成功一样，不会叫你错愕。投资绩效连续 3 年居于前半部，也同样不致令你翘起大拇指说好。其实，这样的成就和连续 3 次掷硬币掷出“人头”一样，没什么好大惊小怪的。有了这种认识，遇有基金经理人夸称自己的表现一直优于平均水准时，你就不会受骗上当。而且，你的确应充耳不闻。玩投资游戏玩得手气很顺，所以将来也能成功，这样的说法应该打个很大的问号。

康涅狄格州斯坦福的 RCB 国际公司常务董事艾德嘉·巴克斯戴尔（Edgar W. Barksdale）和威廉·葛林（William L. Green），曾详细研究过去和将来的绩效间的关系。他们所取样本包括 135 家公司管理的 144 种股票投资组合。研究期间前后共 15 年，所有的投资组合在这段期间都存在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴克斯戴尔和葛林衡量了 1975 年起到 1990 年，每 10 年各投资组合的报酬率。他们接着探讨：前 5 年表现不错的经理人，后 5 年是不是也有同样不错的表现。研究结果无法支持手气一直很顺的假设。

1976 年到 1980 年的 5 年内，表现在前 20% 的经理人，只有 52% 在 1981 年到 1986 年的表现居于前半部。而且，52% 还是巴克斯戴尔和葛林所有 10 年期的研究中，前 5 年表现在 20% 的经理人，后 5 年表现居于前半部的最高水准。1975 年到 1979 年表现在前五分之一的经理人，1980 年到 1984 年表现居于前半部的比率只有 31%。

垫底的五分之一经理人表现如何？1975 年到 1984 年 10 年内，前 5 年垫底的经理人中，有 57% 在后 5 年获得优于平均水准的报酬率。以前有良好的表现，不保证将来出现良好表现的机率就比较高，而以前表现不佳，不表示永远倒霉。

* * *

稍微深奥一点的机率理论，还能用来检视投资经理人和市场大师所讲的很多话。消费者获得的保证只到某个限度，过了这个限度，你就必须保护自己。

我们很容易堕入“手顺”的错觉中。预测专家只要连续两三次看准道－琼斯 30 种工业股价指数的波动，就能获得新闻媒体广泛报导。《大亨》杂志吹捧新的预言家时，你可能忘了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要更多的证据，才能确认这位天才的预测的确神准。不过，这位天才只要再多预测一些，你对机率的强大力量重拾信心的机率很高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章 特别留意那些挞伐评等机构的人

批评评等机构的人很少毫无私心地追求事实真相

债信评等在金融市场有很大力量。企业和地方政府的债信评等有降低之虞时，总是十分恐慌，因为借款成本将因此上升。若干例子中，债信评等降低将使企业或地方政府告贷无门。连主权国家也很关心它们的货币和财政政策可能影响评等机构的意见。

由于事关重大，债信评等成为争议性话题。许多类似的情况中，卷入争论的人有时对事实真相抱持有点随便的态度。看到有人批评评等机构和它们所用的方法时，务请记住：批评者心里最在意的不是保持客观态度。举一些实际的个案，可以说明这一点。

1991 年 11 月 25 日，穆迪投资服务公司（Moody's Investors Service）把卡尔玛公司（Calmar Inc.）的次位债券评等从 B3 提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高为 B2。大约同一时间，这家评等机构的主要竞争对手标准普尔公司也改变心意，调整这家公司的评等，但不想和穆迪一样往上修正。相反的，标准普尔公司 11 月 27 日报告，卡尔玛公司的展望从正面变为负面。此外，标准普尔给卡尔玛的评等（CCC＋）本来就低于穆迪升级前所给的评等。标准普尔正考虑降低卡尔玛的评等，这一来，与穆迪的差距将更为扩大。

两家机构的意见都根据相同的财务报表，但对卡尔到的信用品质的看法出入很大。穆迪看到“进一步成长的可能性”，标准普尔与之相反，认为 90 年代经济环境不佳，该公司的盈余成长几乎已经停止

这个例子透露一个重要的事实：债信评等不是把一成不变的数字公式套用在财务资料上。相反的，穆迪和标准普尔的方法十分依赖主观上的判断。结果，两家机构经常得到相互冲突的结论。债信评等公司还有几家（如 A. M. Best、Duff & Phelps、Fitch Investors Service），意见相左的可能性很大。

表面上，评等有出入似乎可以避免，而且没必要发生这样的事。评等机构把企业的财务比率输入电脑，得出完全客观的债信评等不是很容易做到吗？从债券发行机构的观点来说，这种方法听起来比较公道。

这种说法的缺点在于我们能取得的客观数字都只和过去有关。债券持有人早就晓得一公司去年和前年有没有忠实履行债务。他们真正关心的是这家公司会不会继续如期还本付息。若干例子中，将来能不能准时还本付息，和盈余相对于利息等历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史性比率无关。

比方说，假设某公司面对可能十分巨大的法律责任问题（我们把“巨大”，一词定义为“高于股东权益”），官司可能缠讼多年。好几年过去了，公司可能终于开立支票，赔偿损害，或者提拨损失准备。在那之前，除了律师费用，法律诉讼对公司的损益表没有影响。但有个很明显的危险存在，也就是原告最后胜诉。万一发生这样的事，可能只有申请破产一途，好为股东保存一些东西。与此同时，评等机构不能光因盈余相对于利息比率尚未下降，就忽视无法履行债务的威协。

这种可能情况绝非随便说说而已。德士古公司（Texaco）1987 年申请破产，便和它 1984 年收购盖帝石油公司（Getty Oil）衍生的法律诉讼有直接关系。原告金钟机油公司（Pennzoil）获判得到 85 亿美元的巨额赔偿，外加利息和成本。金钟案宣判前，穆迪和标准普尔给德士古的评等分别是 A1 和 A+。这样的评等属于“上中级”，而且“付息还本能力很强”。等到德士古可能无法履行债务的情势变得相当明显时，两家机构把该公司的评等降到投机等级的 Ba1 和 B。它们很聪明地略过历史数字不顾，转而重视远为重要的信用因素。

德士古的例子显示，如果穆迪和标准普尔凡事惟数字是问，则有可能得到大错特错的结论。此外，如果它们假客观之名，只利用财务比率，只会自取其辱。毕竟，纯计量系统必须给每个评等项目一个精确的数字，否则会被视为不公。一旦穆迪和标准普尔把自己钉死，企业界就会玩弄会计游戏，以便得偿所愿。例如，它们将滥用一些假设，决定存货和应收帐款的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值。评等机构在评等中纳入计性成分后，企业界大玩数字游戏的雅兴就会减低。企业界知道，以金玉其表败絮其内的会计手法制造漂亮的数字，一点用处也没有。

整体而言，加些主观成分，能使债信评等的准确度提高很多。但加进人为的判断之后，债券发行公司如有不满，评等机构易成批评指责的目标。例如，某公司可能抱怨，它的评等竟不如历史数字较差的竞争对手。其实，这种不相称的情形，不可能逃过穆迪和标准普尔公司信用分析师的法眼。这些评等机构不断监视、比较企业间的各种数字。上面所说评等和历史数字不符的情形会出现，很有可能是因为评等机构相信若干计性因素比计量因素重要。

不过还是有很多观众宁可听信提出抗议的公司之言，相信它的评等偏低是评等机构作业疏失所致。可以理解，千百万投资人并没有投入很长的时间，研究评等机构所用的方法。对他们来说，某些公司的评等和财务比率脱节，似无道理。

投资大众不熟悉评等过程的细微之处，评等惨遭降级的企业高级主管便有可趁之机。企业经理人担心得很有道理，因为如果股东视评等机构降低评等之举正确，则可能责怪管理阶层导致财务状况恶化。但如股东看了公司发布的新闻稿，“解释”评等机构为什么有那种误导投资人的行动，股东就不太可能怪罪管理人员。

从评等机构的观点业说，轻视财务比率，得出荒谬的结论，而遭人严厉批评，一点都不好玩。但是真正恼人的，是因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为刚好相反的理由而遭人非难。一公司的评等低于竞争对手，财务比率也差时，会发生这样的事。碰到这种情况，企业管理阶层的标准策略，是责怪评等机构太过机械化。一公司的数字与人比较不佳时，会这么说：“穆迪和标准普尔过于老成守旧，对所有资产里面最重要的经理人足智多谋一事，竟那么不重视。”

一公司的立论依据扯到管理阶层足智多谋等无形事物时，等于对评等过程表示意见，主张评等机构应考虑主观因素。后来这家公司又改变论调时，千万不要吃惊。一两年后，它可能要求根据完全客观的财务比率提高它的评等。这时如评等机构只着眼于不利的计性因素，公司管理阶层一定高声呐喊。批评评等机构的人，言行前后不一是正字标记。

批评评等机构的人，另一个自我矛盾的例子和来自市场的证据有关。经纪公司的债券分析师经常表示，穆迪和标准普尔给某些债券的评等太高。一般情况下，他们所持的证据是那些债券在市场上交易的利率比评等相同的债券高（也就是风险较高）。分析师因此做成结论说，市场透露的讯息是：评等机构错了。

但请注意，分析师的谋生方式是推荐他相信交易价格低于实质价值的债券。扮演这个角色时，等于宣称市场错了，至少有时如此。如果债券市场不是绝对正确，怎能用它来检测评等机构的准确性？

认为市场是很好的标杆，可用来批评评等机构，这种说法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有第二个值得怀疑的理由。穆迪和标准普尔从没尝试依据波动不居的报价，调整它们的评等。这些评等机构无意提供投资建议。没做那种承诺，却批评它们没有兑现承诺，不是太不公平吗？

穆迪和标准普尔不讳言，决定次级市场债券价格的因素中，它们的评等只反映其中一些。最要紧的是，这些机构集中全部心力在债务违约风险上。它们也考虑债券发行公司资本结构的清偿顺序，以及在某种程度内，考量违约时回收本金的可能性。

相对的，债券交易员多考虑了几项变数，其中特别重要的一项是债券发行在外数量。5 亿美元的债券发行量，流动性通常比 5000 万美元的债券发行量要高，也就是买卖更为容易。投资人愿意接受较低的报酬率，换取高流动性。因此，其他所有事情（包括评等）相同时，发行量较大的债券，利率应低于发行量较低的债券。

两种评等相同的债券，利率却不同，是不是表示其中一种评等不对？很难这么说。评等机构只说两家发行公司的违约风险相当。他们了解其他几项非评等因素也会影响价格。

如果你习惯听信企业为一己私利，公然抨击评等机构，则上面所说可能很难接受。穆迪和标准普尔的评等和市场价格脱节时，或许你仍倾向于以之为两家评等机构犯错的证据。果真如此，不妨看看以下的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

XYZ 公司宣布将发行 10 年期债券，取代一些银行短期借款。拉长还款期限后，这家公司降低了现金吃紧的风险， XYZ 债券的违约风险应该会跟着降低。穆迪和标准普尔欢迎这项消息，认为对该公司的信用品质有利，可是该公司发行在外的债券价格下跌。

一公司的债信升高之际，债券价格怎会下挫？很简单，因为市场预期供应量增加。许多可能购买 XYZ 新债券的投资人，想要脱售手头上持有的 XYZ 旧债券，换购新债券。经纪公司为做好准备，因应这些交易，于是先放空流通在外的 XYZ 债券。

很遗憾，投资人对评等机构有所误解，原因林林总总，评等和价格间的关系只是其一。这些原因里面最严重的一种，或许当属投资人倾向于视评等即为预测。要了解何以这种看法不对，不妨拿人寿保险业来做比喻。

精算师认为，从事非危险性行业的 25 岁投保人，对保险公司来说，承保风险相当低。不过，这类投保人中，可以预料将有一些几年内会死亡。有些人会出乎意料染上不治之症，有些人则因致命的汽车意外事故过世。低死亡风险群体中有人出乎意料去世，不表示精算师犯了错误。他们并没有说，平均而言，25 岁的人会活得比肥胖的 80 岁老年人久。只要整体而言，那样的预测准确，精算师便可宣称已把工作做得很好。要是有个 25 岁的投保人惨遭雷击，没人会说精算师预测错误。

和精算师的评估一样，评等机构把某些个别事物（即债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券）放在定义明确的风险类别中。评等等级只指出，较高风险类别中的债券，比较低风险类别中的债券容易违约。穆迪和标准普尔并没有试着预言某特定评等类别中，哪些债券会存活下去，以及哪些债券不能。

风险最低类别（3A 级）中的债券，违约风险很低，但不是零风险。1983 年还被穆迪评为 AAA 级的德士古公司，1987 年无法履行偿债义务，便为明证，也就是债信评等高，不表示即具违约免疫力。抨击评等机构一种最常听到的说法是："QRS 公司刚申请破产，可是仅仅一年前，穆迪还把该公司评为 Ba 级，只比投资级差一级。那家机构根本没事先警告投资人。"下次听到这样的话时，务请记住前面所说的种种事实。

事实上，穆迪的 Ba 级评等，是指 QRS 公司一年内违约止付的风险为 1/50。其他每一家被评为 Ba 级的债券发行公司也有相同的违约机率（根据长期的统计数字计算而得）。穆迪并没有尝试去预测哪些 Ba 级公司会倒闭。从这件事来看，穆迪其实和保险精算师一样；保险精算师没有在 50 岁的老烟枪中挑出哪些特定的个人将死亡。

和精算师相同，评等机构真正的考验在于各评等类别间的关系。也就是说，Ba 级发行公司真的比 Baa 级发行公司更容易违约？和 B 级发行公司比起来，则较不会违约？答案为是。Baa 级公司未来一年无法履行债务的机率约为 1/550，风险为 Ba 级公司的 1/11 左右。至于 B 级发行公司，12 个月内的违约机率约为 1/11。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顺便一提，穆迪和标准普尔有很好的记录，能在债券发行机构违约之前，便先降低债信评等。不管评等降低是在破产前一年或 5 年，债券发行公司破产前，债信评等常降到单 B 级或更低。身为债券持有人的你，可能发现所获最有价值的资讯，是信用品质恶化的讯号。评等的绝对水准，反不如趋势重要。如果标准普尔把某种债券的评等从 B + 降为 B，不妨视为已接获警讯：投机味很浓的一种债券，投机色彩刚变得更浓。不必抬杠，说降为 B – 是不是更合适。

最重要的是，千万别只因为别人乐在挞伐评等机构之中，就忽视可能为你省下宝贵金钱的建议。大部分批评都源于投资人不了解穆迪和标准普尔所用的方法。至于其他的批评，至少有一部分是刻意抹黑。痛斥评等机构的人，擅长运用一些奇特的异常手段，否定整个评等过程。别让你自己成为马前卒，供他们为一己私利差遣。评等过程的确不够完美，却包含禁得起时间考验的智慧。花点时间去了解它，可能受益无穷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章 失落之链

预测经济走向
不能让你击败市场

如果有一颗水晶球能够预测美国经济的走向，你愿花多少钱去买？从投资人一心一意想获如利率和国内生产总值（GDP）的动向来看，你可能愿意花一笔大钱。

电子新闻服务公司都在互别苗头，以最快的速度报告最新的经济指标（工业产量、货币供给成长等），而领先别人的关键仅仅几秒钟。我们常看到投资研讨会上，人人觊觎的午餐演讲人身份，总是授给知名的经济预测专家。银行、经纪公司和基金经理公司将这些预言家的意见，奉为本身市场策略的核心支柱。

当然了，你会想，管窥未来看到的资讯一定弥足珍贵。事实上，在金融市场中，有时可能很难善用经济水晶球。例如，假设从 1950 年到 1990 年，每年的 1 月 1 日你都已经知道实质国民生产总值（GNP）未来一年会成长还是萎缩。（经济学家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所用的术语中，“实质”一词指消除通货膨胀的影响后，实际产值的培养情形。在政府的统计专家转为注意 GDP 之后，GNP 是广受瞩目的数字）。同时也假设每年你都预测标准普尔 500 种股价指数的走向和实质 GNP 相同。

拥有先见之明，有什么好处？这 41 年内，你会有 25 年赚钱，16 年赔钱。显然可以看出，晓得经济走向，这件事本身没办法让你致富。

但你仍可能指出，41 次赚 25 次，成功率是 61%。有句老话说，即使保证你只有 51% 的正确机率，还是会赚钱。

根据这种推理，你最好单纯些，只赌标准普尔股价指数每年都会上涨。1950 年到 1990 年同一段期间内，采用这种不用大脑的策略，赚钱的机率有 83%。换句话说，晓得经济走向如何，只会使你的表现比对经济走向毫无概念的投资人差。

但如果你不只知道 GNP 会成长或萎缩，还知道它会升沉一点或很多，情况将如何？这一来，你就有可能只在最大的涨热中做多，只在最激烈的跌势中放空，从而赚大钱。看看这个事实资料：1950 年到 1990 年 GNP 有 34 年成长，平均成长率是 4.2%。因此， 1989 年实持 GNP 成长 2.5%，低于平均值，但标准普尔指数跃涨 32%——是这 40 年内第三大涨幅。相反的，1984 年实质 GNP 成长 6.8%，远高于平均值，但标准普尔指数的涨幅第三低，只有 1.1%。

简言之，在 GNP 波动最大的时候下最大的赌注，不会变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得富有。事实上，这样的策略会使你在很不适当的时机，投下过多的资金。例如， 1950 年到 1990 年，曾有 4 年实质 GNP 的成长率高于平均值，股价却下跌。

这并不是说股票市场和经济全然无关联。上面所说的 61% 关联性，是比较每一年的 GNP 和同年的股市趋势而得。更为准确的关系和股市的预期心理有关。比较 GNP 的方向和前一年的标准普尔 500 种股价指数涨跌，发现 41 年内有 36 年走势相符，也就是相关性高达 88%。

很遗憾，理清了相互关系，反而不容易用你的水晶球来赚钱。如果经济会带动股市，则预测未来一年经济走势的能力弥足珍贵。可是恰好相反，股市有如领先指标，经济在后面亦步亦趋。所以说，预测出未来一年 GNP 的方向，只能得到去年的股市资讯。更糟的是，这个资讯有约 12% 的机率发出错误的讯号。就这一点来说，你的水晶球的价值，不如新年第一天发行的《华尔街日报》的售价。这一天，《华尔街日报》会回顾前一年的股市表现（而且很准确）。

如果经济预测既容易出错，也无益于事，你可能想知道自己是不是花太多时间做那种事，而且，结构毫无瑕疵的预测，可能因为出乎预料的震撼，如伊拉克 1990 年占领科威特，而前功尽弃。

思考过这些危险性之后，不妨再想想预测修正的问题。GDP 数字首次发表之后，以后很有可能再加以修正。这会带来一些棘手的问题，因为即使知道初步的数字，你也不敢轻举妄动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整体而言，根据短期经济预测而抓取市场进出时机，是一种高危险性的投资方法。尽管商业媒体和许多投资研究出版物大量预测经济前景，但这并不意味着你要照它们的话做。你也没义务单因专家改变短期的经济成长估计值，就必须调整投资组合中的股票、债券和现金比率。你的时间和精力，更别说付出的手续费，用在其他理财事务上，也许有更好的收获。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三篇

烟影镜花

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章　如何经营电话强销业务

研究成功的骗术高手所用方法，可以避免成为受害人

电话强销（boiler room，电话交易所）是金融服务业经营最久也是最成功的业务之一。它们在 20 世纪很早就问世，随着电话日益普及，一大群推销员应运而生，在高压力下打电话，推销价值有问题的证券。

形态相近的不法空壳证券经纪商（bucket shop，野鸡证券交易所），19 世纪 70 年代以后在商品市场盛极一时。这些非法吸金者起初专门收受客户的委托单，却不执行交易。他们把受害人“投资”赔钱交易的资金纳为己有，有时甚至操纵价格，以确保输家人数多于赢家人数。

这些违法业务经常遭到调查，可见他们的活动有多猖獗。《大亨》杂志甚至称空壳证券经纪商为诱人入壳而报出的明牌，“一毛钱一打”。也就是说，所报明牌根本不值采信，除非作奸犯科者设计新颖、卑劣的东西出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何闯入这丰腴的领域？主管机关取缔不法经纪商的过往记录提供了许多有价值的指引。以下所谈的案例，法院并未全部判决定案，但它们是吸金坑人者绝佳的训练教材，因为手法都如出一辙。（顺便一提，如果身为投资人的你，不想成为骗子的瓮中之鳖，研究这些真实的技巧也有帮助。）

准备工作

想经营空壳经纪业务，你最好看看哪家空壳经纪公司最近遭主管当局勒令停业，把它的办公室和人员接收过来。这一来，不但可以节省筹办的费用支出，还能找到这一行的若干老手。毕竟，每遇声名狼藉的经纪商曝光，主其事者对惩处行动都不陌生。商品期货交易管理委员会（Commodity Futures Trading Commission）的发言人 1985 年说：“这些空壳经纪商麻烦的地方，在于关了一家，公司所有人四处逃窜，另起炉灶，在他州再开新公司。这就像拿锤子打水银。”

基本行销技巧

经由大量密集的电话强销攻势，建立起你的客户基础。鼓励营业员一天打 100～400 通电话。（至于打多少通电话最适当，专家的看法相当分歧。）派一位经理人巡视推销员的办公地点、检查电话打过的记录表，以强化营业员投入这项工作。凡是没打电话或和可能的客户谈话的人，暂停他们的电话使用权一天，以儆效尤。建立一套准则，规定打电话的营业员除非潜在客户答应购买或者死亡，否则不得挂断电话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有两种已证明可行的策略，请采用其一，好从电话攻势中创造最多的业绩：

1. 先推荐在纽约证券交易所挂牌交易的知名股票，以赢取客户的信心。稍后，推销你能控制的投机性店头股票。强烈建议客户不要卖出这些股票。如果没办法维持价格在你希望的范围内，则在未经授权的情况下，操作客户的帐户。

2. 指示营业员打第一通电话时不要请客户下单，以赢取潜在客户的好感。指示营业员打追踪电话，提醒潜在客户，将在一个星期到 10 天内推荐股票。索命的那一天来临时，如同策略一，说出交投清淡的“经纪商股票”名称。

在印刷媒体上刊登广告，诱人上饵后再换股，和电话攻势相辅相成。广告中要推荐一支价值真的不错的低风险证券。潜在客户上门时，告诉他们，广告中所说的股票当天稍早已卖光，建议他们购买广告中没提，但你有库存的股票（你可以把价码提得很高）。

新发行的贱价股（penny stocks，指每股售价通常低于 3 美元的股票），加码 200% 并不过分。为提高利润，要求某分支单位的营业员劝客户赶紧抛售相同的股票，给在另一分支单位唱高价格的营业员。你的交易利润来自毛利和周转率的乘数，因此务必记得不断炒单（churning）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紧密按照以上所说剧本演出，客户可能开始抗拒购买你的贱价股。投资人也许开始把低价股和激进的推销技巧联想在一起。碰到这种情形时，应采取弹性做法。设法把股票反向分割（3股合成1股、10股合成1股等），提高价格到听起来较体面的水准。

顺带一提，创造操纵容易的经纪商股票，有个好办法，就是购买几无价值的公开上市公司股票。改变它的名称，经营内容转为当时的热门行业。这个方法能让你摆脱麻烦透顶的证券管理委员会（SEC）股票首次公开上市审查作业程序。

高级行销技巧

现在可以准备采用一些更高层次的行销技巧。例如，推销宣称拥有某种秘方，能把沙土变成黄金的公司股票。要是地质学家驳斥此说为“骗局和诈欺”，不要理会他们。相反的，告诉客户：利用这个制程，大量黄金正在生产，持股务必抱牢。在此同时，脱售自己的持股，获取丰厚的利润。

趁股票炙手可热时赶紧抛售。告诉客户，你推荐的公司已发现一种癌症特效药。持有股票的投资人，将获得国外许可使用该特效药的权利。如果潜在客户担心风险可能很高，则把该公司资产负债表中的现金多说30～40倍。

所推销的股票，务必想办法和某种热门新产品搭上关系。例如，某家公司卖的是录音带，但镭射唱片才是成长较快的行业时，则告诉客户，这家公司也卖镭射唱片，不管那是不是真的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告诉客户，你的投资建议来自内部一位才华洋溢的研究分析师。把他说成有点肥胖、秃头、不修边幅，但犀利的分析能力在华尔街无人能出其右。忽视贵公司没有分析师的事实。

如果潜在客户拒绝向你购买，想办法让他家断水断电。（记住，以上所说并非编造出来的例子，而是取自有问题的经纪公司的实务做法。）

公共关系

根据以上所有的行销窍门去做之后，也应积极做好公共关系。证管会指控你经营不实的电话强销业务时，一定要否认，说这样的指控令人厌倦、空穴来风、十分不公平。透过你的律师发表否认声明，这个人最好曾是证管会的高官。幸好你有先见之明，为具有影响力的政治人物筹募大量竞选资金。如果主管官员坚持在旁窥探，指责他们的努力无异在抓巫婆。扬言要控告他们骚扰你。向他们表示，你做的是公共服务工作，如出问题，他们得负责。

如果数十万页和你的案子有关的法律文件从证管会办公室里消失，你该做些什么事？你应该表示，怀疑证管会有人恶意毁损那些档案，好让你无从为自己的公司辩护。宣布你将取得证管会官员的宣誓证言，发誓不让他们“轻易逃脱”。

如果几年后又有另一堆文件消失，对这样的事置之不理理由是最新的调查不过老调重弹，不见得真有其事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幸免于难

最后，当脚底下的地毯终于被抽走时，务必尽快重新站稳。不管你如何不屈不挠，阻碍证管会的努力，他们最后还是可能成功地关掉你的公司。这是经营电话强销事业的风险之一。好时光已逝之后，立即换个新名称，老店新开，设施和人员一如从前。（请回头参考“准备工作”一节。）

临别赠言

电话强销业务和空壳经纪公司年复一年，不管换什么名称，都使用相同的技巧，基本理由有二。首先，经过试验证明管用的方法一定有成果。如果某种策略能把客户和他们的钱永久分离，那就不必多问问题，尽管去用那种策略便是。第二个理由是，最好的原则绝不会过时，因为总有新的绵羊可供剪毛。受害人变聪明，走了之后，还有许多没被烫伤过的潜在对象。

这份空壳吸金手册千万不要流落到不会使用的人手中，以免破坏市场秩序。尽可能拉长客户遭蒙骗的时间。只要他们还一无所知，同样的老骗术在新一代投资人身上就继续管用。运气够好的话，机会可能永远存在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章 脚踏两条船与第二次机会

没人强迫你抓取市场进出时机是件好事

你接到股市专家写来的一封信，文内语气低调，并没要你拿钱透过他的公司投资，也没暗示如果有意这么做的话该怎么办。相反的，文内只提到那位专家的预测模式，显示未来一个月道–琼斯 30 种工业股价指数会上涨。

一个月后，类似的信函又寄来。收到上次那封信以来，道–琼斯指数真的上涨，于是你很好奇，再拆开最新的一封信。这次他的模式看坏后市。同样的，这份不用钱的投资顾问信函没有邀约你做什么事。

市场果真开始下滑，你开始每天抱着期待的心情开信箱，看那位机敏的预言家会不会再寄信来。信终于寄来，宣称那个模式预测市场将止跌回升。信内附带一份通知，不会再赠送你免费建议信函。再看下去，你终于见到一段指示，告诉你如何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寄钱过去。你的钱将依照文内那套很棒的预测系统发出的买卖讯号去投资。

文内所提最低投资金额，远高于正常情况下你愿意投入的水准。你因此决定，等那个月结束时再说比较保险，确定那套模式是不是真的那么准。那个月结束时，道－琼斯指数果然大涨，你想，事不宜迟。你无畏于那位专家收取的手续费率相对偏高（和你能赚到的钱比起来，可是小巫见大巫！），寄出一张支票，金额是你这辈子用在投资上最高的。

几个月后，你勉强拿回一点本钱，令你吃惊的是，你的帐户进出频繁，资金因为手续费而大幅耗损。那位专家以前毫无瑕疵的预测系统，创造出的利润没有远高于你的交易成本，突然之间莫名其妙失灵。最近一段期间，它只有约一半时间准确预测到道－琼斯指数的走势。

你诅咒自己的运气，在那位天才刚失去点石成金的能力之前不久，才把钱交给他。但那位信用扫地的专家没有浪费时间，悲叹自己预测错误。相反的，他又寄出免费的“买进”建议信，给 1000 位新对象；这 1000 个人在他花钱买来的邮寄名单上。在此同时，他发出免费的“卖出”建议信给另外 1000 人。

事实真相在于这位直接邮寄广告大师很有省钱头脑。他根本没花钱做研究发展，创造精心设计的预测模式。他不晓得，也不关心一个月结束时，道－琼斯指数是涨是跌。如果指数上涨，则上个月收到“买进”讯号的 500 人会再收到另一封信，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说那个无中生有的模式预测指数将续涨。另 500 人会收到“卖出”讯号。为了节省成本，这位专家不再纠缠第一个月收到的预测不准的 1000 人。

最后，共有 150 位幸运者连续接到 3 次预测准确的建议信。预料将有一些人和你一样，寄出最低投资金额。

* * *

一些作者曾提到这个典型的骗术，约翰·艾伦·包洛斯（John Allen Paulos）在《数盲：不懂数学的后果》（Innumeracy：Mathematical Illiteracy and Its Consequences）一书中就有提到。（顺便一提，所有认真的投资人都应该看这本书。）幸好，这类信函广告违法，因此你不会受害那么惨痛。

可是这套骗术里的一些要素，存在于目前许多完全合法的行销技巧中。事实上，执法机构对只回信给赢家的策略很感兴趣，主要因为未免过于明目张胆。比较细腻的诈赌手法，则避免沾上任何犯罪的痕迹，但你依然一样损失惨重。

最糟的是，投资人因为自己的错觉，而招来一些高危险性的建议。因此，投资人要保护自己十分困难。新闻媒体在这个过程再加油添醋，连小心谨慎、老成保守的投资人都很容易堕入陷阱。

在你评估真正的股市预测专家的建议时，尤应特别注意这种陷阱，包括一大堆合法的策略师、新闻信作者、投资顾问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师。这些合法的从业人员和只顾创造先知先觉假象的骗术高手不同，真的试图为客户赚钱。靠这种事情维生的大部分人，真的相信他们的建议比纯粹臆测能产生更高的报酬。我们看到的证据恰好相反，一连串可怕的预测错误，不见得会伤害典型的市场时机专家的信心。他们无怨无悔，一直期望：分析自己的错误，能找出最后一个调整因子，使自己的模式臻于完美极境。

但如果一朝被蛇咬，十年怕草绳的投资大众，不像市场时机专家那么有信心，相信仅余的坏虫即将消灭，则情况会如何？这时，准头失灵的预测专家应自找台阶下，和一般典型的做法一样：“我所以看错市场，是因为我的模式发出的讯号，和一般人的看法相差太大，我没勇气照着它的指示去做。相信我，我绝不会再犯那种错误。”换另一种方式说，就是：“我本来对，却不敢去做，所以错了。”

本章限于篇幅，不可能一次解决这个典型的市场时机问题：想要抓住头部和底部的投资人，是不是比其他投资人浪费更多手续费，还是真的有机会赢过少进出的稳扎稳打策略？

自封专家的人常宣称他们拥有看准市场进出时机的好本事，这样的说法当然令人存疑，而且不是今天才叫人怀疑。例如，二次世界大战前，投资管理公司史卡德－史帝芬－柯拉克公司（Scudder，Stevens & Clark）的亨利·邓恩（Henry W. Dunn）为公司写了一份投资新闻信说：

人们试图发现或设计更好的预测方法，或者培养

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更高超的技能以使用老方法，在走向和时机这两个十分重要的因素上，看准股票市场的下一波走势，种种努力仍和赌博无异。

臆测市场方向终将徒劳无功，或许你会马上一口回绝这种说法。认为千百万投资人十分糊涂，竟然把毫无价值的建议视作珍宝，你可能觉得这样的看法有违常理。如果你这么想，则也会觉得新闻媒体不可能一直访问一些低能预测专家；可是他们对市场将往哪里走，不见得比隔壁的老王清楚。

不必自欺欺人。你曾看过知名的市场时机大师保存一套完整、经第三人检核无误的预测记录？如果看过，那你真有福气，因为这样的记录恐怕很少。那份记录计算利润（必须扣除交易成本）时，是不是很可靠？照那位专家的建议去做，真能赚到那种利润？

当然了，平面媒体和电视媒体访问“公认的专家”时，开头总有简短的赞美词，但无这类记录。这样的疏忽可以理解。马克·哈伯特（Mark Hulbert）的《哈伯特金融文摘》（Hulbert Financial Digest）追踪各种投资新闻信所做的建议，对于市场时机专家不得不这么说（《福布斯》杂志，1992 年 7 月 20 日）：“过去 10 年，没有一人的表现优于买进后抱牢的策略。信奉这些新闻信的人，可能从他们的交易中获得乐趣和刺激，但花那么多时间和精力，没有获得应有的报酬。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

*　　*　　*

用一章的篇幅探讨骗人的预测技术和善意的抓取市场时机方法，有其用意。我当然无意在道德的层次上，把两者画上等号，只想说明一个事实，那就是尽管其中只有一种企图伤害别人，但两者的经济冲击可能相近。

把钱托付投资公司之前，先查清那家公司的信誉。这种慎重其事的做法，没人能说不对。我想说的要点是，你应尽量小心谨慎，调查清楚过去的记录，才能根据市场时机专家的建议，把钱投入。采取了这种防患于未然的做法，你很有可能决定放弃从道–琼斯指数的波动中获利的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章　稽核未能赢得掌声

企业的财务报表
独立认证有多独立？

有句名言说，价格偏低证券的故事，数目远比价格偏低证券本身的数目还多。许多公司能找到堂而皇之的理由，说它的股票本益比低于同业股票。但管理阶层很少能以令人信服的理由，说明其间的差距真的表示价格不对。许多例子中，市场就是拒绝按面值接受企业的财务报表。一家公司报告的每股盈余是 3 美元时，投资人根本不可能将此数乘以 15，接受 45 美元的价格；这支股票的交易价格很可能只有 30 美元。其中的原因不是投资人突然忘掉本益比表。相反的，他们相信公司的盈余溢报 50%。在他们心目中，这家公司的每股盈余只有 2 美元，乘以本益比 15 倍，便得出市场交易价格 30 美元——而且这个价格很合适。

但你可能说，等等，别急。我们谈的不是明年盈余的预估值。诚实的人当然不同意那种说法。我们讨论的价格问题是以去年的盈余为基础。这个数字已经全国知名的会计师事务所查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证。如果稽核公司已确认每股纯益是 3 美元，还有理由怀疑吗？

事实上，财务报表即使经过稽核，还是值得怀疑，理由有几点。事实上，精研年报的许多读者认为“独立稽核公司”一词有矛盾。

实务上，虽然股东有权认可或否决，要选哪家会计师事务所来稽核，是公司管理阶层决定的。在这种情况下，稽核公司虽然必须为公司的股东效力，难免对管理阶层心怀感激。

道德准则和可能惹上法律诉讼，控制住这种潜在的利益冲突，但只能到某一程度。财务报表的认证，需要在会计准则的灰色地带运用许多判断。你不必愤世嫉俗，也能推论稽核公司会同意管理阶层的大部分看法。

另外不要忘了，单季财务报表并没有普遍经过稽核。不过在两份年报之间，投资人会拿期中数字，调整未来盈余的估计值。第四季是稽核公司跃上舞台的季节，恰好也是企业修正以往报表的旺季。

不管根本原因为何，投资人怀疑财务报表的正确性，事后经常获得确认。无数事例显示，尘埃落定之后，企业报告的 1 美元盈余，很容易便证实不值 100 美分。

例如，1991 年底，第一财务管理公司（First Financial Management）修正那年前 9 个月的每股盈余数字，从 2.11 美元下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调为 1.89 美元。这家资讯服务公司解释，整顿 19 家收购过来的公司时，漏失了几个项目的数字。把这些公司组成一家子公司时，管理阶层曾改变它的会计制度，并解聘若干会计人员。

第一财务管理公司董事长在他称为“很窘”的一件插曲中，看到乌云旁边熠熠闪亮的光晕，说资金未遭盗用。投资人对这件事的看法还是很差。盈余修正的消息传出后，公司股价下跌 10%。

如果你不觉得 10% 的跌幅十分惨重，那么，一天之内下跌 62%，你的看法如何？钱伯斯发展公司（Chambers Development）宣布修改若干会计实务后， 1992 年 3 月 18 日 B 股的跌幅就是这么大。修改会计实务后， 1991 年的每股盈余从 83 美分降为只有 3 美分。

修改做法前，这家废弃物管理公司把开发一些新掩埋场的间接费用支出“资本化”。也就是说，计算利润时，钱伯斯没有立即百分之百扣除高级主管的薪水、出差费用、法律费用、公共关系支出。管理阶层认为，这些成本从开发计划将来产生的收入中冲销是合适的做法，否则在掩埋场开发期间内，费用会高估（进而使利润低估）。

钱伯斯把若干费用延后冲销的做法并非不合会计理论。该公司的稽核公司格兰特·松顿（Grant Thornton）签了名，认可这种做法。匹兹堡大学的会计学教授詹姆斯·裴顿（James Patton）说，事实上，钱伯斯“引导全世界相信他们使用的是很保守的会计标准”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱伯斯聘请松顿的一位行政合伙人当财务长时，这个问题仍引起内部争议。该会计师事务所另一位合伙人表示，不久后，公司内部开始讨论间接开发费用资本化的问题。根据这位合伙人的说法，松顿只表示，改变会计处理方式，是钱伯斯能够采行的几项选择之一。但《华尔街日报》引述一位不愿透露姓名人士的话说，该稽核公司拒绝认证 1991 年的业绩，逼得钱伯斯只好把每股盈余降低 96%

不管松顿只是提出他的意见，或实际促使费用提前冲销，但坚持采取某种会计标准的下场并不好。 4 月 13 日，钱伯斯不再聘请该公司为稽核人。

管理阶层没有公开解释解聘的理由。但我们猜测，会计处理方式改变后，钱伯斯董事长和两个儿子帐面损失 4.93 亿美元是原因之一。财务长持有的股票价值也下跌，再加上遭公司解雇。

这些解聘消息宣布前，钱伯斯的股价跌得更深。该公司正考虑再调整会计处理方式，仅余的每股 3 美分利润可能也不保。分析师把注意焦点指向另一个资本化费用项目——债务利息——并怀疑钱伯斯承认所有的相关成本之后，将来掩埋场是否真的能获得利润。（后来钱伯斯向证券管理委员会申报，这件事更令人怀疑，因为钱伯斯有可能曾把间接开发成本资本化两次。）证管会恪尽职责，展开调查，研究该公司的会计作业程序改变前几天，股票和选择权的异常交易状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱伯斯发展和稽核公司间交手的结果，股东没什么好高兴的。大约同期内，另一个著名的例子中，企业管理阶层和会计师的关系搞得更差。与之相比，钱伯斯的股东或许稍堪安慰。这家公司叫做凯斯凯德国际（Cascade Internatioal），是家雄心勃勃的零售商。

凯斯凯德和稽核公司的关系本来相当融洽。那家会计师事务所是一人公司，所以要相处融洽很容易办到。《价格过高股票服务》（Overpriced Stock Service）新闻信表示意见说：“这种规模的公司，没由六大会计师事务所稽核，我们不曾看过。”（大卫·波普〔David Poppe〕在“成衣零售商为欺骗付出代价？”一文中引述这段话。）独自经营会计师事务所的伯勒德·李维（Barnard H. Levy）处理凯斯凯德内部的会计事务，也处理公司创办人和董事长维克多·英山迪（Victor Incendy）的私人税务。

客户和稽核人的关系如此亲密，难怪《迈阿密评论》（Miami Review）上面刊登一张凯斯凯德管理团队的照片时，李维就站在英山迪右边。逾越独立稽核人身份的另一件事，是李维陪同凯斯凯德的高级主管“上路作秀”，对投资人举办说明会。（但后来他驳斥新闻媒体的报导，否认协助推销那家公司的股票。）

从各方面来说，李维有很好的理由，以他和凯斯凯德国际紧密的关系为豪。1991年6月3日，《商业周刊》的文章中，一位热心人士称凯斯凯德的股票是“放眼望去，炙手可热的便宜股之一”，虽然几个月内价格已由2¾美元激升到8⅛美元。这位专家说，“价格仍嫌低估的这支股票”，6～12个月内，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

望涨为两倍。没多久，凯斯凯德签署合约，创设专卖连锁店，销售欧雷格·卡西尼（Oleg Cassini）设计的产品，股价因此爬升到 11¾ 美元。

可是在那之后，股价马上一路跌回 2¾ 美元。被指控虚增营业额和违法发行股票之际，维克多·英山迪销声匿迹。但是行踪不明的不只董事长。凯斯凯德据称拥有 126 家商店和 245 家化妆品专柜，其中许多似乎是英山迪凭想像杜撰出来的。例如，加州的营业税记录只列出 18 个营运点，而凯斯凯德宣称在加州有 29 个营业点。

早在董事长不见之前，凯斯凯德到底拥有多少商店的问题已经浮现。远在 1987 年，汤姆生·麦金农证券公司（Thomson McKinnon Securities）的营业员就没办法确认该公司的商店数。一位营业员说，他问过流行虫（Fashion Bug）零售连锁店的职员，因为据称凯斯凯德在那里设有 220 个化妆品专柜。这位营业员指出，那里的职员说，他们从没听过凯斯凯德或它的珍妮化妆品（Jean Cosmetics）专柜。针对分析师后来的批评，凯斯凯德的律师答称，公布该公司的商店位置，等于给竞争对手一张地图。他补充说，该零售商的高级主管“不愿为了分析圈的方便，导致营运崩垮”。

其他与实情不符的现象，使得凯斯凯德发表的数字的准确性更遭质疑。例如，1990 会计年度的年报中，该公司称它的珍妮化妆品单位为“垂直整合”。但 1991 会计年度的报告则似乎相互矛盾，说珍妮委托“独立的承包商生产和包装它的专属化妆品”。而且，根据新闻媒体的报导，凯斯凯德 1992 年告诉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析师，它表现最好的化妆品专柜一年销售约 55000 美元的商品。但 1991 会计年度的年报指出，平均销售额约为 66000 美元。

英山迪面对这些报告不准确的证据，所用战术和一般经理人发现自己遭攻击时一样。他挺身反击。英山迪指称，放空者和若干分析师共谋，针对他的公司“散播负面、不实的评论”。他带着期盼的神色说：“这可能是主管机关在清理华尔街社区和相关恶习时，应多注意的一个地方。”

等候主管机关俯允所请之际，英山迪扬言要控告《价格过高股票服务》新闻信毁谤。该公司针对批评者的背景和动机，展开调查，并保证要对他们提起严重的控告。董事长气冲冲地说：“我痛恨别人怀疑我的话。我说过，要对那些招摇撞骗的人采取行动，我将说到做到。”

尽管大家不相信英山迪的话，凯斯凯德的公共关系公司还是建议它拿出一些具体资料，以平息投资人对它的财务报告的疑虑。公共关系公司在要求的资料拿不出来后，解除往来关系，加重了凯斯凯德股票的强大卖压。

我们几乎看不出来，负责稽查工作的李维和分析师、投资人、新闻记者、凯斯凯德的公共关系公司有相同的疑问。根据他自己的说法，他相信英山迪给他的若干财务数字，直接来自各州的会计师，而他后来看出这些数字不正确。李维说，他做稽查的时候，该公司宣称有 245 个化妆品专柜，他到过其中 10 个以及一些店面。他总结到：“显然我没做应做的每一件事。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（后来发现，李维一向如此。1989年，纽约主管机关罚他1000美元，缓刑一年，因为未替某位客户报税。）

凯斯凯德申请破产之后，临时董事长艾隆·卡普（Aaron Karp）指出，前两年报告的营业收入和盈余都不正确。他说，其实两年都不可能做出准备的稽核报告。从这里确实可以看出，尽信认证过的财务报表，不如无报表。

总而言之，下次听到某公司抱怨它的本益比低得没道理时，不妨看看分析师是不是也抱怨该公司的财务报告内容可疑。如果对这样的疑问，管理阶层只以防卫性态度反击，那么你宁可跟着别人起疑。

没错，凯斯凯德的故事是稽核出问题的极端例子，但不代表这就是我们想像得出的最糟情况，而且市场发现稽核不正确，使得投资人所买便宜股票变得愈来愈便宜的例子，这当然不是最后一次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章　把垃圾传过去

别在心不甘情不愿的情形下成为风险移转的受害人

20 世纪 80 年代爆发的储贷机构（savings and loan；S&L）危机，对新闻媒体专跑贪污腐化消息的单位来说，真是天赐的大好消息。政治家也乐在其中，高声挞伐贪婪的高级主管劫掠储贷机构。电视观众看到前林肯储贷机构（Lincoln Savings）最高主管查尔兹·基亭（Charles Keating）穿着囚服，愤怒地宣称自己无罪时，不禁大乐。整件事似乎验证了贝尔托特·布雷斯特（Bertolt Brecht）那句话：抢劫银行不如拥有银行。

整个储贷机构的大灾难，如果只归咎于单纯的盗窃行为，将错失若干宝贵的投资良机。那些消失不见的数千亿美元不完全是半夜从金库盗走的。相反的，大部分机构的资本都是在合法的交易中蒸发掉，只是不巧其中许多交易对储贷机构的经理人有利，但对储贷机构本身不利。

了解导致储贷机构破产的金融手法，可能有助于你避开很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多投资地雷。最常见的一种手法，是把风险从某个人那里转移到你身上。金融理论说，每当你承担较高的风险，便有较高的潜在投资报酬。但除非你自己弄清楚移转过来的风险是什么，否则实务上潜在报酬不会较大。

对储贷机构经营者来说，收受存款和放款给房屋所有人，传统上有两大风险。第一，借款人可能不还贷款。第二，储蓄帐户的利率可能上升到高于以前承办的房屋抵押贷款利率，而且锁住这种情况好几年。发生这样的事时，储贷机构收取的利息将低于付出的利息，因此产生的损失会耗蚀股东的资本，甚至可能导致储贷机构倒闭。1979 年，利率开始激烈波动时，储贷机构将普遍丧失履行债务能力的预测变得相当可信。

虽然有这么大的风险，储贷机构还是吸引很多精明的企业家投入。他们晓得，好好把握机会的话，储贷机构会有很大的获利潜力。多年来，国会许可储贷机构从事范围广泛的业务。一些可以开办的新业务，如商业不动产放款和抵押担保债券交易，可能有很高的利润。获利率较高的业务，风险也比传统的房屋抵押贷款要高，但这个事实没有叫新一代的储贷机构经营者却步。他们有几种方法，把风险转移给别人，但为自己保留潜在报酬。

一开始，储贷机构经营者只须拿一小部分自有资金去冒险。储贷机构的自有资金只是资产的 5%，因此他们能取得所有的相关利润。要是恶劣的经营环境——或信用判断错误——扫光他们微薄的自有资金，超过此数的任何损失都由联邦储贷保险公司（Federal Savings and Loan Insurance Corporation）承担。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

激进的储贷机构经营者也致力于取回拿去冒险的少数自有资金。一种常用的方法是领取高薪和奖金。当然了，高级管理人员的薪酬和储贷机构的财务状况相比显得过高时，主管机关可能讲话。但在自由企业体制下，能大幅提高公司获利力的所有人－经理人，本来就有资格分享利润。竞争对手认为风险太高而不愿放出的贷款，如果你愿意承办，便马上可以提高利润——至少一段时间内如此。

假设有个购物中心开发商纯为投机而取得土地。没有零售商事先表示愿意承租，他也没有资金投资这项计划，可是他有朋友在当地的储贷机构。

那家储贷机构随便估价，借给那位开发商百分之百的款，购得土地。储贷机构很好心，另外借给开发商够多的钱，好支付利息。开发商立即把后者退回储贷机构，储贷机构的帐面上现在便有了一笔信用良好的放款。

你可能看不出资金这样来回传送能够创造经济价值。可是会计师还是把它当做收入。其中一部分流进财务报表中，立即创造利润出来。这些利润又证明储贷机构经理人的薪酬提高有其依据。它也使储贷机构的资本增加，经理人因此能够变更大的戏法。如果储贷机构的经营者在放款无法偿还之前，先领取够多的薪酬，就有可能把投资储贷机构的所有资金拿回来。

更妙的是，这些“定时炸弹”放款总有机会不致无力偿还。要是经济出乎意料欣欣向荣，开发商可能发现他的购物中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心全部租出去。储贷将有能力继续支付利息，甚至清偿本金。这一来，储贷机构就有真正的利润可资记录，使得所有人一经理人更为富有，接下来可能出售经营成功的储贷机构，赚取厚利。

这样的行为将在自由放任的资本主义历史中记上一笔，证明资本主义的确有优渥的报酬。但储贷机构企业家拿出去冒险的资金其实微乎其微走马上任后，他们立即着手，连一点小小的操作失风险也力求消除，但同时创造内情不单纯的利润。要是经营失败，所有人将毫发无损地拍拍屁股走人，把资金不足的问题留给存款保险公司烦恼。储贷所有人其实是拿别人的钱下赌。

他们的共同策划人，开发商，也玩大致相同的游戏。不动产开发业者根本没拿自己的钱出来冒险，却有能力盖购物中心和办公大楼，不管会不会闲置多年。建筑期间，他们可以从借来的钱中，付给自己合理的薪水。完工时如有人来承租，开发商便有正当的利润可供记录。要是没人承租，则把钥匙交给储贷机构，脱身而出再推下一个案子。

在采用类似的风险转移技巧的案子中，身为投资人的你，有很多受骗上当的机会。有时骗钱的管道是一家小型成长公司，股票首次公开上市。有时则是有限责任合伙事业，开发天然资源或从事艺术品买卖。

不管是哪种情形，凡是只顾赚取利润，同时极力摆脱任何潜在损失的组织，都应避之惟恐不及。他们的典型做法是领取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很高的薪水和顾问费，用以取回表面上拿出去冒险的资金。一个组织的结构如允许拥有控制权的人消除个人所冒的全部风险，则他们在经营上会不顾死活，承受过高的风险。毕竟，他们玩的是你的钱，不是他们自己的钱，为什么不追逐潜在报酬最高的东西呢？

风险分摊不公平和风险分摊不均，两者的差别应审慎分辨。许多合法的投资合伙事业，对于贡献才智的经理人订有“奖励”条款。这种事业的合伙人协议中，允许筹措者享有与他们的股本投资不相称的利润比率。如果奖励条款真能激励经理人把事业经营成功，你也一样获利。

务必小心，因为市场有时过热。如果某种投资类别几年内的表现特别好，则这种投资的需求必然激增。一旦投资人相信黄金、古董、棒球卡的价值会继续窜升，他们可能就不在意相关费用和利润拆分方式。此外，某种情况创造出一大群不熟悉—— 或不关心——传统风险分摊方式的投资人。可以预料得到的结果是，交易条件对筹措者趋于有利，对参与者不利。

这种现象的典型例子发生在 80 年代末的融资并购（Leveraged buyouts；LBOs）。由于前几年成果惊人， LBO 的筹措者得以提高加入费。许多大型 LBO 同时发行高利率的债券以融资，把风险分摊移转出去。一些股权持有人在债券买主把钱投入后，将自己原来投入的钱提走。

筹措者以市场能够接受的条件做买卖，无可厚非。但是记住，你没有非参加不可的义务。毕竟，只有一种理由能让你接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受比以往差的条件。要是潜在利润上升到高于正常水准，可以想像得到，你或许会认为，在费用和利润分配方式上做些让步未尝不可。实情与当初所料往往出入很大。某类资产连续好几年表现十分杰出时，交易条件普遍转为对投资人不利。经过一段大涨斯后，那项投资的增值展望通常低于一般水准。

总结而言，在你不知情或不同意的情形下，企图把风险转移给你的人，应特别小心提防。另因为一项投资的上涨空间大，看得目眩神迷，一口咬定它十分便宜。而且，不要忘了，储贷机构的大灾难中，不是所有的损失都是骗子制造出来的。和这类案例常见的情形一样，真正闹出丑闻的地方是合法的部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十九章　专业用语和 BOMFOG

动听的语汇可能隐藏投资大难

你有没有注意过，和“胡言乱语”一词相近，以字母 B 开头的英文字有多少？ babble、bunkum、bombast、blather、bluster、blarney、blabber、balderdash 都是。比较粗鲁的用法中，还有一个字（译注：指 bullshit）被改写（如果使用人不嫌其烦的话）成 bullfeathers。

名单已经这么长了，已故美国副总统尼尔森·洛克菲勒（Nelson Rockefeller）1964 年还加了一个字。当时他讲的是“上帝父爱下的人类兄弟”（Brother of Man under the Fatherhood of God）。记者本来期待听到他就公民权利问题提出具体的计划，想不到他竟然避而不谈，于是讥之为 BOMFOG。

企业习惯以大量的专业用语轰炸投资人，下次碰到这样的事而感困扰时，不妨想想用语那么丰富的传统。把平凡无奇的事物讲得委婉动听，或把灾难轻描淡写带过，这样的做法，务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请宽容。试想，如果企业和股东间的对话，少了这些妙趣横生的用语，内容会多沉闷乏味。

一种投资观念炙手可热时，专业用语一定急速扩增——这有很好的理由。要和某个热门行业搭上线，动听的语汇远比资本投资便宜。

例如，80年代初，能源价格急升。无数公司想方设法跳上乐队车，有些甚至买下石油公司，但大部分走比较省钱的路，首次揭露他们的营业投入主要是能源相关（energy－related）产品或服务创造的"能源相关"是个很美妙的不精确用语，涵盖很多东西，从家里的隔缘材料到钼（很少见的一个字，是种金属。要钻特别深的井时需要一种特殊钢，这种钢会用到钼）。

其实，能源相关企业主要是在阳光地带探采石油和天然气。能源价格看起来似乎要涨个不停，因此这个地区的人口成长会很惊人，经济也将欣欣向荣。零售商马上就竞相互别苗头，说自己已把经营重心摆到阳光地各州。对企业沟通这一专业工作来说，幸好没有正式的定义指出阳光地带有哪些州。要是某家零售商想把肯塔基州算在内，尽可如此。

但油价重跌后，企业界的热情顿时冷却下来，不想被认为和能源或阳光地带有关。本来有一大堆阳光地带不动产放款的银行，开始强调他们在德州的放款有多低。要是他们一时不察，赌到德州去，则会忙着澄清，说他们的放款组合，在仰赖能源的休士顿比较少，经济较为多元化的达拉斯－福和市地区

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较多。不过，他们的股票一样惨遭重击。

企业景气不佳时，也会产生特别的刺激力量，创造出专业用语。建材公司重新塑造自我，摇身一变，成为改装维修市场的抗经济衰退供应商。汽车零组件制造商滔滔不绝地说，销售售后商品可以财源滚滚。他们喘着气说，现在消费者拖得较久才换车，但原来的设备用坏必须更新，所以这方面的需求会很殷切。造纸业者宣称，这一次他们可以经由业界共识，避免惨烈的削价战（但史有前例，结果恰好相反）。

80 年代的恶意并购（hostile takeover）热，另一堆富有创意的专业用语爆发出来。许多企业家修改了公司章程，以防恶意并购者。但很少人称这些措施为“反并购条款”，因为那听起来像是管理阶层试着防堵什么。相反的，企业制定的是股东权利和公平价格修正条款。

最后，专业用语历久弥新，因为它们对公司真的有价值。这些用语可以劝阻投资人不要那么单纯，只用常识（但很正确地）解读坏消息。而且，运用专业术语，成功地掌握一切，在信心的建立上也很有帮助，有助于企业升华到下一个层次：重量级 BOMFOG。

为摆平股东，企业最喜欢的一种油腔滑调说词，是肤浅的加油打气。“没问题，只有挑战”，是他们常挂在嘴上的说法。负责投资人关系事务的职员从企业的打气大会上借用语汇，能够安抚紧张的投资组合经理人，即使他们的忧虑十分有道理。如有人以客观的态度降低某公司未来的盈余展望，他们也能将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之重新定位为令人振奋的新成长机会就在眼前。

为了说明方便起见，假设和某家成衣制造商往来的重要连锁店经营不善，关门大吉，则投资人会听到好消息，说那家成衣制造商以后不必再那么依赖单一大客户。同样的，使用天然气的制造业大量倒闭时，也是天赐福音，因为公司将来的营业收入将侧重于稳定的住宅和商业部门；它们的需求比较不受经济情势影响。

1982 年一家公司把黑猫说成白猫，是我记忆犹新的亲身经验。在拜访永备公司（Union Carbide）时，我曾提出环境危害的问题。对方告诉我，其实他们公司在这方面最强。真正危险的化学物是卤素，但永备和这些东西无关。

1984 年 12 月，永备所属印度波帕尔（Bhopal）工厂的工业意外，被称为人类有史以来最严重的污染事件。印度主管当局统计，有 3000 多人死亡。对公司索赔的金额高达数十亿美元。而短期内对股东的冲击，则是市值损失 4 亿美元。值得安慰的是造祸的不是卤素化学物，但杀虫剂 Sevin 的毒性也很强

大约同一时间，医院管理业十分擅长于拨云见日。根据他们的说法，联邦政府订定的严峻计划，似乎反而对他们有利。

由于民众日益关切医疗保健成本节节上升，国会于是把老人医院保险给付和一套定额给付制度连结起来。医院不可以只结算病患的费用之后，加上利润，便交出帐单请款。现在给付额是以标准成本为基础。医院要赚钱，必须想办法以低于预定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给付额的成本提供服务。

一般情况下，舍弃成本加成法，被视为对一公司盈余展望不利。投资人的想法很单纯，宁要利润获有保障，也不希望处于不明确的状况。但是这套道理在医院这一行行不通。至少，医院管理公司散播这样的看法。业界专家解释说，定额给付制度下的真正输家，是非营利医院。公益慈善组织的经营管理一向欠缺效率，将无法发展出有竞争力的成本结构。至于营利医院业者，将吞并它们，营业收入和盈余可望急剧成长。

但医疗成本必须抑低在一定范围内的压力，不是有风险吗？可以想见，营利医院会以比以往更快的速度，让病患出院。病床使用率将下降。大部分行业，产能利用不足，则利润将不理想。同样的，医院管理公司成功地利用一套歪理，说服投资人不要做出言之成理的结论。他们的发言人说，产能利用率的观念根本不适用于医疗保健业。

从《华尔街日报》1983 年 3 月 11 日的“华尔街听闻”（Heard on the Street）专栏判断，许多投资专家接受业界的看法。一位专家预测医院业者每年的盈余成长率将有 20% 。他说，这样的成长率，部分来自收购那些掉入海中的“穷人家小姊妹”。另一位医疗保健专家预测，在新的给付制度下，效率很高的营利医院，获利率将提升。

医院类股上涨，似乎验证了这种乐观的看法。事实上，《华尔街日报》这篇报道只提到一个负面看法。一位投资雇问指出，两家知名公司的内部人前 6 个月大量卖出持股。有鉴于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，即使他的基本面分析显示盈余会“一再成长”，也不推荐买这些股票。

接下来几年，这位顾问的结论获得证实。1985 年 10 月 2 日，美国医院公司（Hospital Corp.of America；HCA）承认它 1986 年的盈余不会一再成长，而是显得平疲。管理阶层说，问题的根源在于病床使用率持续下降。

虽然早在几年前，投资人就对成本加成制度取消感到忧虑，一位分析师仍表示，美国医院公司的宣布“令人震惊”。如果美国医院公司的消息叫人震惊，同一天美国医疗国际公司（American Medical International）发表的盈余简直就是大创伤。美国医疗国际公司的单季营业收入虽比一年前上升 18%，盈余却下降 38%。获利率会扩大的说法，最后的下场是如此。

不过，卖出持股的公司内部人士的确卖得对。美国医院公司和美国医疗国际公司突发性的消息传出当天，各大医院管理公司的股价重挫 10%～20%。纽约证券交易所 4 支交投最热络的股票，医院管理类投就占了 3 支。整个加起来，4 家连锁医院的总市值一天之内就少掉 15 亿美元。

医院管理公司市值降低，显然酝酿已久，至少远在 1983 年就已开始。但由于把投资人的看法控制得很好，市场拖了很久才认清环境已有所变化。企业负责沟通事务的职员表现得十分出色，尽量拖延灾难降临的时间，能拖多久算多久。

对投资人来说，所有这些事件有其光明面，也就是他们有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会根据以前的经验从中获利。金融市场一再显示，专业用语和 BOMFOG 有很强大的力量，误导投资人的说词借之变得很具权威性。如果你用耳朵仔细分辨那些自欺欺人的说法，或许能在灾难降临前避开一些不能错过的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十章 不以奖励为基础的薪酬制度

财务顾问的薪酬制度难题，没有完美的解决方法

靠销售股票和债券维生的人，背景、个性的投资知识差异很大。他们投效的公司，规模和经营策略也各异。但证券业务员有个特质几乎大家都相同：不管薪酬制度怎么订，他们都摸得一清二楚。奖励办法一有修正，他们会马上调整自己的行为去对付。经济学家如想找理性自利的例子，不必外求，这里就有现成的。

假设一公司给公司债券业务员的薪酬，本来是薪水加公司主观认定的奖金，现在改为依成交量抽取手续费，这一来，交易收入几乎肯定如预期般增加。但交易利润可能反向变动。这种矛盾的现象源于公司债券流动性有限的事实。结果，交易公司债券的经纪公司，持有庞大的证券库存，否则将难以应付业务员所下单子，因为想买时不一定买得到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大致来说，机构投资人要买批量（round lots）债券时，他们会直接找上经纪公司。这和股票市场不同；交易所在股票市场居于主宰地位。简言之，公司债券没有一个集中拍卖市场。交易员必须依赖零星的店头市场交易报导，决定合适的买价和卖价水准。

这种环境中，业务员的奖励办法可能和交易台相互冲突。如果业务员诱劝交易员从库存中依极低的价格卖出债券，情形将如何？（如果业务员获悉某些具体的消息，并在交易员听到风声前采取因应行动．这种事情就有可能发生。）如果交易台一再以低于面额的价格放出债券，则业务员的成交量会上升毕竟，惟利润是问的机构投资人乐于向售价便宜的经纪公司买债券。不法商品交易马克·李奇（Marc Rich）说，任何人都可以用 99 美分卖 1 美元的东西，显然他甚懂这种只求提高成交量的策略精髓。

如同这里所述，手续费制度对业务员和他们的客户都有利。但债券交易台老做对投资人太有利的交易，显然赚不到钱。不用多久，交易员就会要求业务员的薪酬和交易台的交易利润连动。他们会说，业务员创造的交易有利润，给予酬劳才有道理。

根据这种说法，手续费制度看起来可能像是投资组合经理人的梦想成真。可是许多投资人组合经理人会说，这种安排像场噩梦。事后发现，领取手续费的业务员，不当的奖励来源，不限于从本公司的交易员身上图利。由于只顾追求成交量，业务员也可能试着说服客户做出不划算的交易。这种做法叫“炒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单”（churning）。个别投资人经常指控操守不佳的股票营业员做这种事。

那么，从客户的观点来说，薪水外加主观认定的奖金制度就比较好吗？不见得。手续费制度让业务员能独立自主，有些投资组合经理人认为有其价值。如果某位抽佣业务员不相信某项投资适合她的客户，可以拒绝推销那种投资，但也放弃了让口袋饱满的手续费。但失之桑榆，收之东隅，在客户信任有加的情形下，关系得以维系长久。

相反的，主观认定的奖金制度可能反映经纪公司的优先要务，例如不管有无价值，强销不适合所有投资人的证券。心地善良的业务员如果还想把她的客户摆在第一优先，现在可能遭受严惩。要是她不肯尽全力推销对公司很重要的交易，奖金就会受损。这不表示公司就不重视她耕耘良好客户关系所做的贡献。但发奖金时要取得适当的均衡，不容易做到。

最后，可能找不到完美的解决方法来处理薪酬制度上的两难习题。投资人、经纪公司和业务员，在这个问题上全有自己的利益要照顾，不可能做得皆大欢喜。

投资人和基金经理人间，薪酬安排上也有同样的缺憾。虽然他们之间的关系明显属于信托性质，还是可能起冲突。一般来说，客户支付的费用，是以他本人的投资组合市场价值的一定百分率计算。经理人的薪酬不是以帐户的的操作次数为基础，因此没有炒单的诱因。相反的，经理人为客户赚钱，才能获取较高的收入。这是因为依固定百分率，投资组合的价值增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加，经理人收取的费用跟着提高。简言之，基金经理人的利益和客户的利益完全一致。

但在很多投资层面，有时现实状况无法让上面所说的理论实现。经理人晓得，即使尽最大的努力去增加客户的财富，但总有事不从人愿的机率。因此，他们可能禁不起诱惑，追逐其他较有可能提高收入的机会。这些做法不见得都合乎道德，甚至不合法。在比较卑劣的一方面，收贿是基金经理人增加收入的一个可能来源。厚颜无耻的投资顾问可能收取回扣，选择某特定公司的投资商品。将客户的利益抛诸脑后的另一种做法，是和有关系的经纪公司私底下交易。

但基金经理业大部分的利益冲突不是这么粗制滥造。请投资顾问代为操作时，你必须十分小心谨慎，提防他做出对你不利的行为。比较微妙的冲突，通常来自经理人渴望抓住你这位客户。表面上，留住客户看起来像是极为正面的动机。为你赚钱本来就是留住你最稳当的方式，那么，冲突从何而来？

其中一个暗礁在于，相对于你的需求，经理人有理由做得十分保守，不肯冒较大的风险。假设你有很高的稳当收入，而且没有大笔支出。这种情况下，你不太需要讲究投资资产的流动性。从投资理财的角度来说，你大可冒高于一般水准的风险，追求高于一般水准的报酬。

但从心理层面来说，可能完全不是这么一回事。经验老到的基金经理人晓得，在多头市场，你对“高风险／高报酬”观念的欣赏，甚于在空头市场中这么做。等到股市下跌，你的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“高贝他值”持股跌幅较大时，你可能忘了自己的投资组合本来就会有这种表现。你可能开始思索，要不要换个顾问。

理论上，基金经理人正确的反应，是用冷静的口吻再说一遍：理性的做法是忍受适度的风险。但实务上，当你对他高声尖叫时，很难如此。投资顾问除了忍受你不快的反应，还可能失去你这笔生意。这是为你创造优异的长期报酬，但有时出现低于平均水准的表现，难免需要面对的坏处。基金经理人必须拿好处——丰收年之后收取的费用温和增加——和坏处相互比较，有所权衡取舍。

就基金经理人的立场，阻力最小的途径，是忘掉获取长期的最高潜在报酬。如果他不想失去你，更重要的目标，是任何期间的表现都不要比整个市场差。这表示应把风险降低到你能应付得很好的地步。不过这一来，你的报酬也会受损。

基金经理人往往再进一步规避风险。他们不只设法让客户的投资组合免于风险，甚至不容风险现身。他们认为，与其投资你从没听过的股票而赔钱，不如赔钱在国际商业机器公司（IBM）的股票上。证券有无投资价值，摆在第二位。

很遗憾，基金经理人即使一直维持高于市场平均水准的表现，还是没办法完全摆脱麻烦。成功做到这个目标的经理人，可能被认为只是“指数挂钩”（closet indexer）——操作成绩只和标准普尔 500 种股价指数的涨跌一样。问题在于公然宣称与指数挂钩的人，收取的服务费低于想要打败市场的经理人。在对费用很敏感的机构投资人市场，想要取得优于标准普尔股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数的涨幅却失败的经理人，尤其难以收取较高的费用。

经理人应付这个问题的一种方法，是不要奢望获得优异的表现，转为接受这种事较难达成的现实。这种策略叫做“赌指数”。要了解它的运作方式，你必须先知道评估投资报酬是很有争议性的话题。确定一位经理人是不是真的击败市场并不容易，部分原因在于哪个指数最能代表相关的证券组合还没取得共识。

专家只同意少数几样事情，其中一样是：拿投资人普遍使用的标准普尔股价指数当准绳有问题。它最明显的限制在于排除了资本额较低的股票。许多研究机构指出，长期而言，小型股的投资报酬率高于大型股。一些研究所用的方法值得商榷，但我们姑且假定他们的一般性结论正确。报酬率较高是否表示小型股比大型股是更好的投资对象？不见得如此。研究也显示小型股的波动性高于大型股。这就是在风险和报酬间权衡取舍的老问题：你可以得到较高的报酬，但付出的代价是必须忍受投资价值较大的起伏波动。

现在，假设有位经理人，他的表现被拿来和标准普尔指数相比。如果他混合投资大型股和小型股，那么随着时间的流逝，平均报酬率应会高于只以大型股为成分股的标准普尔指数。他的投资组合的风险也可能远高于标准普尔指数，但不需要烦恼这一点。（从技术面看，增加的风险可以减轻，因为大型股和小型股的涨跌不是完全齐涨齐跌。分散投资可以收到效果，在某种程度内缓和整个投资组织的波动性。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场上涨时，大型股和小型股混合投资的组合，涨幅很可能高于标准普尔指数。经理人如买进买权（call options），甚至会有更好的表现。选择权和小型股一样，不在指数的采样之内，风险也较高。采用混合投资法的经理人，能以多头市场中他的投资报酬率高于平均水准为由，收取较高的费用。但事实上，他的表现没什么出色的地方；他只是冒较高的风险去换取较高的报酬。不过只要这个策略管用，没人会抱怨。

如果你认为这位基金经理人终于从错误中学到教训，那可不见得。单以一事而论，至少退休基金客户愈来愈精明。一天天过去，他会发现愈来愈难以吹嘘报酬率十分杰出，并同时掩饰风险也高的事实。但那可以留待很久以后才烦恼，眼前更为急迫的问题，是市场不可避免终将下跌。

空头市场来袭时，你对他大吼，问他为什么表现比指数的跌幅还大，那可是很糟的事。不过，至少他曾事先告诉你，他采用的是高风险策略。试想当他的投资组合资产价值跌得比标准普尔指数还多时，退休基金客户会有什么样的反应。这位经理人没有明白透露事实，刻意创造一个比标准普尔指数衡量标杆风险还高的投资组合。

一个反应是什么事也不做，等末日来临。这位经理人会遭解聘，代以另一位顾问。但接班人还是在同一条船上。退休基金客户会继续要求它的经理人，市场上涨时报酬率要高于指数的涨幅，市场下跌时则不能比指数跌得多。最后，新的经理人也会遭解雇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于投资顾问公司的数目相当有限，退休基金客户不过在同一批人里面选取经理人。经理人的表现如一直处于平均水准，迟早总会遭解聘 就这样，新的经理人聘个不停，因为旧经理人不断遭解雇。

比较大胆的经理人，除了在那边等着遭免职，还有一条生路。四分卫的背后就是得分线，而距比赛结束仅 30 秒，自己那一队还落后 6 分时，他会怎么做？别无选择，只好丢出“炸弹”长传，因为还有可能出现奇迹，触地得分。或许中途可能遭拦截，但在比赛快终了的此刻，四分卫只好孤注一掷。

基金经理人如果一年来都做得不好，也面临类似的选择。距结算日只剩 90 天，报酬率略高指数的涨幅还不够好。最后一季必须做得特别好，才能弥补前三季的差劲表现。这时，放手一赌似乎是个好主意。假设这位经理人预期未来 3 个月利率会下跌。正常情况下，他可能就这个预测做个小赌，买些中期财政部公债。到期日选为 5 年或 10 年，可以限制下档风险。但现在急于拯救一整年的表现，这位经理人大买 30 年期债券。要是他猜对，利率果真下跌，这么做的报酬最高。

如利率不跌反涨，客户一定损失不赀但那有什么关系？反正最后一季没得高分，这位经理人还是会失去客户。投资组合经理人的长期债券，就等于四分卫的长传。

经理人的手气极顺，而非极背时，还有更大胆的终场策略可用。运用这些策略的理想人选，本来是市场时机专家，现在则在某大投资顾问公司当投资组合经理人假设过去几年，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人赌市场走向时，完全没做避险动作。她有时保有 100% 的现金，有时则完全投资下去，一再反复。不知是技术高超，还是运气好得不得了，她掌握市场进出时机几近完美。她的投资报酬率远高于道–琼斯指数的涨幅，在所有的经理人中， 5 年来报醉率几乎是最好的。《大亨》杂志特别报导她这个人，甚至有出版公司找她写书。此刻是自立门户，奋力一击的理想时机。

乍看之下风险很高。她将在点石成金的本领继续存在的前提下，建立自己的事业。历史显示，毫无止尽准确预测到市场进出时机的机率很低。也许她最好待在原地，当个坐领极高薪的员工。

但细看之后，不管她当市场时机专家的前景如何，经济效益很诱人。例如，她不必花很多钱做行销，只要把一些大客户带到她的公司就可以。由于他们对她当基金经理人的技能已有很好的印象，所以不必租用豪华漂亮的办公室。而且她不需要太多员工，因为不想经由基本面研究去选股。顶多只需要一位刚毕业的大学生，帮她操作电脑，外加一位秘书就可以。

如果她一开始管理的资金就有约 5 亿美元，就算有一些意外支出，剩下的利润还是很多。以她一年的投资报酬率比指数的涨幅高 10%～20% 的记录看，收取 0.5% 的年费很便宜。假使幸运之神继续宠顾这位经理人，她有可能再拉进几位新客户。这一来，收入会从原来的一年 250 万美元往上增加。但万一开始看错市场进出时机，情形会如何？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选错进出时机．对这位经理人绝不是灾难，至少不是马上造成灾难。客户通常不会单因一年表现差就弃投资顾问而去。这位经理人的公司只要活个两年，就有 500 万美元的进帐。扣除各项费用和税捐，她还是能很舒适的退休生活。即使最糟的状况出现，也不过如此。

我相信你现在已得出结论，晓得我们不可能设计一套绝对完美的薪酬办法。当然了，你应主张采取对双方都有利的办法。但如对方只想求取短利，则他的获利可能比你多。晓得交易本身很重要，摸清交易对手至少一样重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四篇

给你的（错误）资讯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十一章 所有的新闻都合所需——然后又来了一些

财经新闻记者除了取得事实还有更多要操心的事

1992 年 3 月 3 日《华尔街日报》报导："洛·罗杰斯重掌哈帝食品公司大权。"（"Roy Rogers is back in the saddle again at Hardee's Food Systems Inc."）为回应广大的需求，哈帝在华盛顿／巴尔的摩地区许多餐厅重用牛仔歌星的名字和菜单。不久前，这家汉堡连锁店曾试图改用自己的品牌。

一个半月后（1992 年 4 月 20 日），《纽约时报》报导一则"新闻"，说哈帝在华盛顿／巴尔的摩地区的餐厅正恢复使用原来的商标。文章引言很有趣："洛·罗杰斯重掌大权。"（"Roy Rogers is back in the saddle again."）

或许这么说有点不恭，但还是要说，西部歌曲"重新上马"（Back in the Saddle Again）早由罗杰斯的影坛对手吉恩·奥特里（Gene Autry）灌录成唱片。但和新闻媒体所犯的一些过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错比起来，缺乏原创力和很有问题的花俏修饰，还算是小失误。（译注：奥特里是美国演员，以及最早、最成功的电影牛仔歌星之一。）

对财经新闻记者较严重的指责包括陈述不实、片面报导、断章取义。明显的大错有个好处，那就是相较之下很容易看出。（如果你自己没看出错误，总有人不平则鸣，投书给编辑。）新闻事业最危险的陷阱比较没那么一目了然，而且很叫人惊讶，往往是疏忽造成的。

举例来说，记者有时被指扭曲受访者所讲的话。但有时有闻必录，一样有误导之嫌。

一种常见，戴着假面具的忠实报导手法，在企业发表盈余时看得到。企业报告单季业绩时，依规定必须发表真实数字。但法律没有规定他们依什么次序说明真相。如果纯利下降，但税前盈余上升，你想哪件事情会在头版突出报导？下一季，不管用什么方式衡量，盈余都有可能下跌。这时新闻稿可能突出报导营业额增加。记者收到新闻稿不分青红皂白便照抄，久而久之，便给人留下印象，以为那家公司每季表现都不错。

如果例行性的盈余报告都可能使记者出丑，不妨想想当新闻变得较为复杂时，情形会是如何。这里面有个大问题，就是记者不可能在他们所写的每个主题上都是专家。因此，他们别无选择，只好依赖公认的权威人士，难怪商业出版品上面的文章总是用一堆引述得来的话堆砌起来。很遗憾的，我们无法保证最乐于和记者一谈的人，在所谈主题上知识最渊博。最常被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引述的所谓“专家”，可能只是渴望名字见报的人。

深谙公共宣传之道的人晓得，所讲的话一定要有被引用的价值，名字才有可能见报。他们必须擅长于创造（或借用）富于深义的隐喻。（如“想确定 XYZ 公司真正的成长率，有如想把果冻钉在墙上。”）愿意在某些问题上持极端立场，所讲的话见报率也高。记者毕竟不想写一篇空洞无物、读者不想看的报导。

依赖最殷勤的权威人士，显然有其缺点。但若干专业上的规定，使得记者更难避免这种做法例如，编辑通常要求记者不要把个人的意见掺入事实性的新闻报导中。引用专家的话，是做必要阐述的有效方式。（前面说过，整篇文章列述事实，全无评论，和刻意一面倒采用某种观点，一样容易误导读者。）

只要记者设法平衡报导，引述专家的话放到事实内，是很好的做法。但有些记者擅长于诱引专家讲出支持自己观点的话来。如果受访者没能提供所要的偏颇看法，则对有所企图的记者只会造成一点小小的不便。记者只要转换问题就可以：“你能完全排除那种事情的可能性吗？”这样的问话引出的回答，似乎能证实的确有人持极端立场，但这种做法不一定违反新闻伦理。也就是说，这样的做法差不多等于那些话是对方讲的。

商业出版品大量引用受伤者所讲的话，还有另一个可能的理由。特别辛勤（或懒怠）的记者似乎觉得，这种技巧能使他们摆脱准确性方面的问题。当然了，没有一所新闻名校教过这种原则。但记者毕竟是凡人，在截稿压力下，只好略而不提确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认事实的评论。

报纸有没有可能未取证事实便报导新闻？你一定不希望这种事太常发生，特别是你的投资决策有赖于新闻媒体报导的资讯时。但是从出版物的观点来看，有所得必有所失。有些时候，不是百分之百肯定事实，就是得抢先报导独家新闻，但无法两者兼顾。再等一天查证鸡毛蒜皮的细节，可能失去揭发重大新闻的机会。其他刊物先出现爆炸性新闻之后，再在后面穷追猛赶。

报业大亨约瑟夫·普利策（Joseph Pulizer，1847～1911 年）对这种两难抉择，有一套清楚明白的解决办法。他宣称，准确之于报业，就如贞操之于女人。（但有人开玩笑说，报纸总是能够收回失言，重新做人。）

幸好，不是每个新闻媒体犯错之后都造成财务损失或自尊受损。例如，时代华纳公司（Time－Warner）已故董事长史提文·罗斯（Steven Ross）的照片出现在《退休金与投资》（Pensions & Investments）的诺贝尔经济学奖可能得主名单内，我们不妨想像，如果他地下有知，会多高兴。相反的，斯蒂芬·罗斯（Stephen A.Ross）当然会生气。他是划时代的套利定价理论（Arbitrage Pricing Theory）原创人，可能比名字相近的另一人更有资格获得那顶桂冠（《退休金与投资》后来在“更正与澄清”栏补刊斯蒂芬的照片。）

和事实有关的争议不见得都那么好笑而无害。1992 年 4 月 27 日，莱卡公司（Ryka Inc.）总裁指控《波士顿前锋报》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Boston Herald）报导不实，导致公司股票价格下跌 24%。《波士顿前锋报》报导，这家女性运动鞋开发商和行销商计划赎回它的可转换权证（warrants）。但雪莉·波布里斯凯（Sheri Poe - Brieske）坚称，事实上莱卡并没有强迫持有人行使这个工具。

严格来说，我们没办法指出，《波士顿前锋报》关于可转换权证的报导是不是导致莱卡股价重挫的惟一原因。这篇报导暗示莱卡现金吃紧，可能令投资人不安。波布里斯凯承认，“为补不足”，她拿出自己的 100 万美元注入公司。此外， 1992 年 8月，莱卡的确宣布赎回它的可转换权证。就这家公司而言，《波士顿前锋报》那篇文章的问题在于报导得太早，而非不正确。

用另一种标准来说，莱卡的那篇文章符合财经新闻的最崇高传统。也就是说，这篇文章提到该公司的业务时，总是带有双重意思。标题的文字游戏便是：“鞋业公司准备踏出下一步。”文内接着观察到莱卡“跑光很多钱”，但在大鞋店“取得立足之地”。而且，这家公司似乎“正迈开大步”，即将“跳进带头冲刺的市场”，推出特别设计的鞋子，好踩在别人的肩膀上。

商业记者喜欢这种幽默。编辑显然也相信读者喜欢。谈到内衣或其他本来就好笑的商品，运用双关语特别讨人喜欢。

莱卡的股东或许不完全欣赏《波士顿前锋报》那篇文章的轻松面。但他们应该认清，该公司的名字能够见报可是很大的恩宠。大部分企业的高级主管很高兴能被大都会日报特别报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导。他们经常失眠，搞不清楚为什么报纸忽视他们，却大篇幅报导竞争对手的动态。

他们不明所以是有根据的。对外行人来说，一件事情有没有报导价值，似乎是判断能否见报的充分依据。但编辑的标准更宽广。例如，他们重视独家报导远甚于大家都有的新闻。企业内精明的新闻媒体关系职员善于利用这个事实，吸引媒体特别关爱的眼神。报纸如能获得独家新闻，则可能给它较大的篇幅，不管有无价值。对手报被人抢了独家新闻之后，可能把这则新闻塞在内页不显眼的地方，或根本不刊登。因此，除非你看每一种相关的出版物，否则可能失去许多有用的资讯

但别因此得出结论说，新闻记者不关心你的利益。相反的，他们往往是护卫小额投资的斗士。他们希望你能在市场中赚钱。最重要的，他们希望你相信自己能在市场中赚钱。要是你觉得，赚钱的最好方式是在报纸里面找知名专家的真知灼见，他们会很高兴。

他们挂念你的福祉，担心你对名字经常见报的市场预言家失去信心。要是发生这样的事，你会感到沮丧，不再沉迷于市场资料中，甚至不再订报。

叫人高兴的是，财经报纸绝不会怀疑你赚的钱无法赢过市场指数的涨幅。你本身的投资记录可能很差，但报纸总能解释其中原因。视当时流行怎么说而定，罪魁祸首可能是公司内部人士或程序交易员。但不管哪种原因，你的伤痛是大户造成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或许在市场中这种民粹想法的安抚下，你会继续在财经报纸里寻找财富。果真如此，千万记得，在那里找到的资讯并非绝不出错。艾得雷·史蒂文森（Adlai Stevenson）说过：“新闻记者的工作，是区分善恶，然后把恶的一面印出来。”（译注：史蒂文森生于1900年，卒于1965年，为美国政治领袖、外交官，曾协助建立联合国，任美国驻联合国首席代表。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十二章 遗失的记录

投资新闻信作者应守的标准和投资顾问不一样

如果你决定找一位投资顾问效劳，联邦证券法规可以提供很好的保障。在这一行争取生意的人，不得以不完整或误导人的投资记录示人这种保护措施能降低你的风险，以免对基金经理人一身的好本事产生不切实际的信心。

假设一位投资顾问为了吸引你，拿她管理、经营十分成功的基金以往的报酬率给你看，如果她管理的其他五个基金，同期内表现极差，则依法律规定，她不可以隐瞒这个事实。保留那些资讯不告人，等于不实陈述她个人的记录。

要是能拿去投资的钱不多，你可能觉得，本章讨论的事情与你无关。除非你有相当大的投资组合，比方说是 50 万美元左右，否则许多投资顾问不愿找你当客户。但即使你欠缺聘请投资顾问的资金，还是可能需要专家的建议。想取得这方面的建议，订阅投资新闻信（investment newsletter）或许是成本效益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很高的办法。

不管你是请人当投资顾问，还是订阅新闻信，有一件事情都要做——调查那位专家的记录。你可能认为，基金经理人提示过去的绩效记录时必须遵守的规范，也适用于投资新闻信作者。这样的想法在你看来当然很合理。

但美国最高法院不这么想。1985 年，法官免除非经纪公司发行的投资新闻信受 1940 年的投资顾问法约束。国会则希望把这条法律延用到对订户一视同仁提供建议的专家。但目前，如斯蒂芬·渥梅尔（Stephen Wermail）在《华尔街日报》指出的，证券管理委员会只能管理“从事投资顾问专业的个人——配合客户关心的事务，提供量身订做的建议”。

最高法院所以注意到投资新闻信的问题，在于证管会撤销了一些投资顾问的登记（这些顾问承认伪造事实、盗用客户的资金、未向州政府登记之后，证管会采取了这项行动。）证管会接着要求联邦上诉法院，禁止这些坏蛋发行内容涉及推荐特定证券的新闻信。上诉法院俯允许所请，但遭最高法院驳回。最高法院的法官说，虽然这些前顾问“历史记录不佳”，但宪法修正案第一条保障他们有权利贩售印刷建议文字。

于是事情演变成投资新闻信的作者没有义务揭露过去所做建议的完整记录。善用这种自由的一种方式是连续快速印制看好和看坏后市的评论，以便日后随意选择使用。依这种方式，理论上有可能每一份投资新闻信都预测到 1987 年 10 月 19 日道–琼斯 30 种工业股价指数暴跌 508 点。宣称预测到这场灾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难的新闻信数目，还没达到百分之百，但愈来愈多。

监视新闻信建议的马克·哈伯特（Mark Hulbert），1987年12月28日在《福布斯》（Forbes）杂志的专栏中，提到著名的艾略特波浪（Elliott Wave）理论家时这么说："普瑞克特（Robert Prechter）目前当然因为他的股票市场时机抓得准确而声名大噪，依我之见，他在崩盘前应已离开市场。"（黑体字是我加的。）明显可以看出，新闻信散播的"买进"和"卖出"讯号，有时只是解释上的问题。

实际经营投资组合的顾问，很不幸，不能享受骑墙派的好处。进出市场一定做避险动作的经理人，绝没办法因为准确预测到市场的涨跌而获厚利——所赚总为所赔抵销。结果，他们的投资绩效总是不好也不坏。在投资顾问法的规范下，他们必须据实报告。相反的，投资新闻信业中的墙头草领有执照，能把自己描绘成预测天才。

否定新闻信大师的创意或许不智，即使这些创意反映在他们的绩效上。大部分订阅户只关心那份新闻信的建议内容吗？这些出版物能够成功，有时是因为具有娱乐价值。

投资新闻信举办投资研讨会时，创意和娱乐价值甚至更为重要。做一场好梦可以弥补一连串的坏预测。没人比知名的新闻信和研讨会推销商约瑟夫·葛兰维尔（Joseph E. Granville）更懂得这个原则。虽然他的建议不见得总能让客户致富，但所耍的一些噱头令他成为独树一格和受人喜爱的人物。（要是用到占星术，也许他会做得更好。他曾坦承，相信占星术，但没纳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入他的预测中。)

以下是葛兰维尔在鼎盛时期运用的一些舞台道具：

- 闪闪发亮的蝴蝶结。
- 引人注目的太阳眼镜。
- 拳击手的运动短裤，上面印有股市的报价。
- 汽球
- 手榴弹。
- 6 岁歌手。
- 穿比基尼泳装的模特儿。
- 杂耍。
- 口技。
- 葛兰维尔弹钢琴。
- 葛兰维尔向观众说"摸我可以致富。"
- 葛兰维尔脱下无尾晚礼服，读印在拳击手短裤上面的股票报价。
- 葛兰维尔打扮得像是摩西，发表《投资十诫》。
- 葛兰维尔打扮得像是"最高精神领袖"霍梅尼(Ayatollah Khomeini)。(译注：霍梅尼生于 1900 年，死于 1989 年，伊朗宗教领袖。)
- 葛兰维尔打扮得像只小鸡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 葛兰维尔像是能踏水而行。
- 葛兰维尔躺在棺材里上场，棺材用报价纸带包覆。
- 提供股市投资的建议。

关于最后一点，以下是人们对葛兰维尔多年来预测能力的评语：

- “走出 70 年代初的空头市场时，他的记录有待商榷。那些年中，虽然市场跌个不停，他还一直敦促订阅户买进股票。”（《时代》杂志，1981 年）
- “1 月间他预测股价会‘直直落’之后，股价却出现弹升走势，订阅他的每周市场新闻信的 1300 位读者都受到伤害。”（《新闻周刊》，1981 年）
- “……讲得天花乱坠，但不是很可靠的拉客高手。”（《商业周刊》，1985 年）
- “1982 年夏开始的大多头市场，大家都知道葛兰维尔错失交臂，而且直到去年初，还死硬地看坏后市。”（《大亨》，1987 年）
- “根据评估 100 种股市新闻信的《哈伯特金融文摘》，过去 4 年半，投资人如照《葛兰维尔市场新闻信》的建议去做，则持有普通股会损失 46.9%。同期内，道–琼斯 30 种工业股价指数攀升 256.3%。”（《美国新闻与世界报导》，1987 年）
- “……过去 9 年，葛兰维尔的记录是所有新闻信中最差的。”《Ingram's》，1990 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平心而论，这些年来，葛兰维尔有一些预测很准。其中最著名的是 1981 年初，他预测价将大跌。股市马上下挫，跌点 23.80 在当时很惊人，成交量是纽约证券交易所到那时为止当日最高。葛兰维尔前一天晚上呼吁 3000 位客户抛出持股，可能有助于实现这位预测专家的预言。

葛兰维尔往新的方向发展，预测地震的确有一次准确（1979 年 8 月），但后来预测加州发生里氏 8.5 级的地震，则没应验。连他大胆预测“我绝不会在市场再犯大错”也没成真 1982 年起的大多头市场，被他斥为“诱人入壳的弹升走势”。

到这里为止，葛兰维尔犯下的错误，证据不胜枚举。连身为大师的他也承认，有时会误解自己的理论。但他坚称，他的理论“绝对万无一失，完美无瑕”。不过，人们还是怀疑，经严格分析，他的记录恐怕不比丢硬币的结果要好。

葛兰维尔很幸运，从新闻信中删除绩效的权利，受到最高法院 1985 年判决的保护。早在 1981 年，《时代》杂志便指称葛兰维尔故意忘掉他 1970 年代的差劲表现。（该杂志指的是他预测市场走向不准，而不是弹钢琴或扮成小鸡表演得不好。）

1985 年，葛兰维尔说明个人不操作股票的理由，在于希望保持客观性。他不敢说出，其实他害怕留下操作记录的蛛丝马迹。如果不参与市场可以让葛兰维尔享有投资顾问所没有的优势，因为投资顾问必须真的拿钱出来在市场上冒险犯难，则他享有的不只专业优势而已。经纪公司抱怨，如果它们模仿葛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兰维尔的技巧，三更半夜向客户发出建议，以强化看空预测的强烈性，则主管单位一定“怒不可遏，疾言厉色”责备它们。

投资顾问业者显然没有一个公平的游戏场。葛兰维尔没通过营业员训练班的检定之后，成了市场名嘴，可以不计过去的困窘经验，永无止境地东山再起。但依投资顾问法登记的基金经理人便没那么容易摆脱历史包袱。每当你陷入苦思，不知道照投资新闻信的建议去做之后订阅费能不能赚回来时，务请记住这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十三章　每个人都是赢家

看起来似乎很客观的
共同基金绩效排行榜，
解读结果差别很大

近几年共同基金的销售欣欣向荣，商业杂志趁机把握这股趋势。共同基金的年度和单季调查，现在成了这些出版品的卖点。

从出版商的观点来说，发行特刊探讨共同基金的绩效，有助于大卖广告版面。至于广告主，则可以向极其确定的广大读者群促销自己的基金。剩下来惟一的问题是投资人到底能不能从共同基金的排名中获得任何利益。

当然了，这种调查一定包含过去绩效的庞大资讯。例如《福布斯》杂志报告每种基金最近 12 个月和过去 10 年的总投资报酬率。这本杂志自称为“资本家工具”，也评估各基金在涨势市场和跌势市场的绩效，但《金钱》（Money）和《商业周刊》（Business Week）则加进 3 年和 5 年的历史资料。杂志的调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查报告也可能是基金规模、周转率、持有最多资产、最高初售费用和免费 800 字头电话号码的绝佳来源。

但如你和大部分投资人一样，则真正想要知道的是哪种基金能让你将来赚最多钱。。很不幸，所有的调查都略而不提这个不可或缺的资讯。它们这么做，很可能是听信共同基金公开说明书中一成不变的说词：“过去的表现不保证将来有相同的成果。”

这句老掉牙的话的确得有道理，表 23.1 《大亨》杂志各阶段十大最佳绩效基金排行表即为明证。很明显可以看出，没有理由期望过去 10 年跻身前 10 位的基金，今年也有突出的表现。10 年内表现最好的 10 种基金，不管在最近一年或最近一季，都没有一种基金再跻入前 10 名。

我们大可以这么说：前 10 名基金风水轮流转之快，反映各市场次部门的机运一直在变化。例如， 1986 年到 1990 年，最好的 10 种基金中有 6种是专业投资太平洋盆地股票的基金。1990 年，那种投资概念不如医疗保健或德国马克计价基金炙手可热；后两类基金在一年的十大排行榜中，共占 4 种。1990 年第四季，环境改变，成长型和科技基金当道，前述两类基金在十大排名中只有一种基金进榜。

如果排名不稳定还不构成问题，则选择基金会因风险调整而更显复杂。个中明证在于有些基金创造出很高的报酬，但表现忽起忽落。风险调整的概念很简单，但各项调查所用的方法不同，因此往往产生相互冲突的结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 23.1 《大亨》杂志评出表现最佳的 10 种共同基金*

十年	五年	年	最近一季
1. Fidelity Magellan	GT Global Japan	Fidelity Select: Bio Tech	Fidelity Select: Developing Communications
2. Merrill Pacific: A	Finanical Portfolios: Health	Fidelity Bond: Performance	Unfifed Growht Fidelity Select
3. Phoenix: Growth	GT Global Pacific	Shearson Currency: Pound	Fidelity Select: Technology
4. CGMA Capital Development	Nomura Pacific Basin	Financial Portfolios: Health	Fidelity Select: Computer
5. Sequoia Fund	Merrill Pacific: A	Fidelity Select: Health	Fidelity Select: Software
6. Fidelity Destiny Ⅰ	First Investors Global	Kemper Glboal Income	Fidelity Select: Medical
7. Quest for Value	Fidelity Destiny Ⅱ	Equity Strategies	Equity Portfolios and Growth
8. Japan Fund	Fidelity Select: Food	Shearson Currency: Deutschemark	Finanial Porrfolios: Health
9. *Oppenheimer* Target	*Oppenheimer Gold* & Specialty Mining	*Fidelity Deutschemark* Performance	*Putnam New Opportunities* MFS Lifetime
10. Lindner Dividend	Japan Fund	Scudder Global: International Bond	Emerging Growth

* 以 1991 年 2 月 11 日止的变动百分率排名。

资料来源：资料取自《大亨》（1991 年 2 月 11 日）。

为便于说明，我们在表 23.2 列出《金钱》杂志 1991 年 2 月发表的 5 年期调查中，经风险调整后表现最好的 10 种基金。《商业周刊》的调查同月发表，经风险调整后的表现，《金钱》杂志的上上之选基金只有两种被《商业周刊》评为“优异”（Superior）。《商业周刊》评为“优异”的基金还有 33 种，但无一进入《金钱》杂志的前 10 名。《金钱》杂志前 10 名基金中，有两种被《商业周刊》评为“低于平均水准”（Below - Average），一种评为“劣”（Poor）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 23.2 经风险调整后的报酬率排名比较

《金钱》杂志经风险调整后 5 年期报酬率最高 10 种基金 1991 年 2 月	《商业周刊》经风险调后相对于标准普尔 500 种股价指数 5 年期总报酬率 1991 年 2 月 18 日
1. Fidelity Magellan	高于平均水准
2. Merrill Pacific: A	优异
3. Phoneix: Growth	极佳
4. CGMA Capital Development	低于平均水准
5. Sepuoia Fund	极佳
6. Fidelity Destiny	普通
7. Quest for Value	低于平均水准
8. Japan Fund	优异
9. Oppenheimer Target	劣
10. Lindner Dividend	极佳

那么个中的含义是不是表示你应对风险调整后的数字持疑，转而专注单纯的报酬率？或许是吧，但即使在这个最基本的基础上，各项调查也往往对哪种基金应得桂冠，看法不同。

比方说，《福布斯》杂志 9 月间发表年度调查报告，不像其他大部分出版物在 2 月间发表。此外，《福布斯》的长期评量阶段不是刚好 10 年。例如， 1991 年的调查报告衡量的是 1980 年 11 月到 1991 年 6 月的报酬率。（乍看之下似乎是随便

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选出的一段期间，但深入思考，1981 年 1 月到 1990 年 12 月何尝不是随便选出的?）这种看似微小的时间差异，却使《福布斯》和其他杂志报告的报酬率出入很大。

历史性报酬率计算出来的结果不一样，另一个原因在于选用复利法或年利法。表 23.3 比较了两种方法，分析一组假想性基金的表现。两种基金的报酬都来自资本利得，没有股利或利息收入。

要是你在这段期间之初，投资 100 美元到基金 A，中途不提领，则第三年结束时，你的受益凭证价值会上升到 114 美元。复利年成长率告诉你，如果一开始你就按 4.5% 的固定利率投资，也会得到相同的金额。

表面上，这段期间内，基金 B 的记录较佳，3 年内 100 美元变成 117 美元，复利年成长率为 5.4%。

但以平均年报酬率去计算，结论完全相反：基金 A 平均每年成长 5.7%，高于基金 B 的 5.3%。（也请注意到基金 A 用两种不同方法算出的报酬率各为 4.5% 和 5.7%，两者想去甚远。）

复利法和平均法两种方法，哪一种比较准确？中肯的答案是各有利弊。依我们的直觉本能，复利年成长率很有吸引力，但你所选的基准日期影响很大。如果计算期间开始的那一年，科技类股异常低迷，则科技类基金的复利报酬率可能远高于未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来某段期间计算出来的数字。取每年报酬率的平均值，可以缓和不具代表性基准日衍生出来的问题。但表 23.3 显示，利用平均年报酬率法，可能对逐年波动大的基金较为有利，对每年表现较稳定的基金不利。

表 23.3 衡量报酬率的不同方法

	基金 A			基金 B	
	原始投资（年变动率）			原始投资（年变动率）	
期初价值：		$ 100		$ 100	
每年年底价值：	1	$ 85	（－15%）	$ 108	（＋8%）
	2	$ 93	（＋9%）	$ 114	（＋6%）
	3	$ 85	（＋23%）	$ 117	（＋2%）
复利年成长率：（由复利表得出）		＋4.5%		＋5.4%	
平均年报酬率：		$\frac{-15\% + 9\% + 23\%}{3} = +5.7\%$		$\frac{8\% + 6\% + 2\%}{3} = +5.3\%$	

姑且不论它们的相对价值，总之，计算报酬率的这两种方法会产生不同的排名。举一个戏剧性的例子来说，1991 年 2 月《大亨》和《金钱》杂志的调查中，日本基金排名第八位（表 23.4）。这两种出版物都使用复利年报酬率法。但《商业周刊》和《福布斯》使用平均报酬率法，结果日本基金分别排名第三和第二。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 23.4 《大亨》前 10 名基金在其他调查中的排名

（10 年期总报酬率）

	《大亨》1991 年 2 月 11 日	《商业周刊》1991 年 2 月 18 日	《福布斯》1991 年 9月 12 日	《金钱》1991 年 2 月
Fidelity Magellan	1	1	3	1
Merrill Pacific:A	2	2	1 +	2
Phoenix:Growth	3	4	5 *	3
CGMA Capital Development	4	5 *	4	4
Sequoia Fund	5	5 *	7	5
Fidelity Destiny Ⅱ	6	8	5 *	6
Quest for Value	7	5 *	8	7
Japan Fund	8	3	2	8
Oppengiemer Target	9	无排名	无排名	9
Lindner Dividend	10	9	无排名	10

* 排名相同。

\+ 只从 1982 年 9 月算到 1991 年 6 月。

消费者可以视这种排名上的差异为有利（看法多样化）或是个问题（结果冲突）。如果排名差异是个问题，则解决这个问题对利益攸关的各方没有好处。商业杂志所做的调查必须与他人有别，才能有效争取到潜在读者群和广告主。和标准化、赢家通吃的排名制度比起来，共同基金管理公司也有很多机会取得前面的排名，对它们来说，这样可能比较好。

由于杂志出版公司满足于继续提供相互抵触的建议，你最好的做法可能是把它们当做参考资料就好。即使各调查报告同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意一些基金过去的表现最好，但不能保证这些基金将来也一样出色。

你最好把时间花在选取最适合个人财务目标的资产类别上（如成长股、债券、国际证券），因为这样才最有利。在这些类别中选择基金，至少应考虑收费问题。

不要忘了，杂志的调查无法可靠地找出明年首屈一指的基金。如果出版物发行公司真的晓得这件事，则可用远高于共同基金特刊报摊售票的价格，出售这个资讯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十四章　尽信书不如无书

投资建议的出版标准宽松，品质检查的重担在你身上

投资方面的文章，不能保证内容一定可靠。但有些出版物比其他出版物叫人有信心，其中一个要素是出版前编辑审查作业的宽严。很遗憾，以非专业投资人为目标的著作，品质管制工作往往做得奇差无比。

关于证券市场的分析，参考性期刊发表的研究报告受到最严格的检核。这些学术性刊物（如《金融期刊》［The Journal of Finance］、《金融及计量分析期刊》［Journal of Financial and Quantitative Analysis］）的大部分内容都十分偏重技术面，身为一般投资人的你，可能发现这些研究报告深奥难懂，参考价值有限。不过，稍微了解学术性期刊编辑和参考人（阅读那些期刊的专家）用什么标准决定一篇文章该不该发表，对你有帮助。许多“自学性”的投资著作，审核过程与之相比，则呈鲜明的对比。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设有位想要发表文章的人，根据历史资料，检测所谓的“操作法则”。（典型的例子包括依低本益比购买股票和放空新上市的封闭型共同基金。）作者可能花了很大的心血，证明某特定策略的表现优于标准普尔500种股价指数的走势。但光是努力工作不能说服刊编辑认可他的发现具有价值。

例如，期刊编辑会考虑到测试期间的长短。某种操作法则过去所以管用，可能只是因为市场状况迥异于平常，而这种异常的状况只存在几年。果真如此，这套策略将来持续成功的机率微乎其微。和操作法则有关的另一个问题，是它们能获得高于平均水准的报酬，可能只是因为要投资人去冒高于平均水准的风险。获有这种成果的策略，不能算是好办法。不用那些聪明的操作技巧，你也能获得相同的效果（冒较高的风险取得较高的报酬）。例如，你可以从高评等债券转为中评等债券，或从大型股转为波动较大的小型股。

由于这些和其他陷阱，需要做很多统计分析，才能证明某种操作法则真的管用。研究人员第一次尝试时，往往无法支持自己的结论，让编辑和参考人完全满意。因此他们必须修改自己的作品再交出，而且可能再遭退回。几个月，甚至几年后，他们的研究才终于发表。

学术圈外人遭遇的障碍少得多。商业出版商关心的是制作日程和成本，这一点应可理解。一般人可能认为出版公司在编辑制作上十分卓越，但大部分出版公司并没有极力追求这个目标，直接处理理论上麻烦棘手的细节。毕竟，作者本身应爱惜羽毛，注重自己的专业声誉。因此，出版公司可能期望他们做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究时应仔细慎重。

依赖作者自我管理，只要作者有能力且诚实，这套方法可以运作得不错。但这两个条件不见得能满足。在没有另一人检核的情况下，可能出现可怕的后果。

以通俗心理学家史鲁利·布洛特尼克（Strully Blotnick）为例来说，46 岁的时候，已写了 5 本书。其中一本叫做《越野障碍马赛：企业生涯危机》（Steeplechase：Predictable Crises in a Business Career），据称卖了 5 万本。《纽约时报》一位书评家认为这是事业生涯管理方面最好的一本书。布洛特尼克在《福布斯》杂志上有一个投资理财专栏，也是“菲尔·唐纳许脱口秀”节目的座上贵宾。

1987 年，布洛特尼克发表《另类接触：事业成功女士的私生活》（Otherwise Engaged：The Private Lives of Successful Career Women），揭露了他个人生活一些有趣的事情，可是却因此让人发现他的心理学博士学位得自一所不合格的函授学校。纽约州的主管机关立即展开刑事调查，以了解布洛特尼克是否在未拥有适当执照的情形下，自称心理学家。

《纽约日报》一位爱追根究底的记者除了质疑布洛特尼克本人的资历，还怀疑他的研究的真确性。布洛特尼克的著作据称在 29 年内访问了 8000 余位个人。但美国舆论研究协会（American Association for Public Opinion Research）理事长艾莉娜·辛格（Eleanor Singer）表示，布洛特尼克如果没有可供使用的资源，就不可能做那些研究。克莱尔蒙特学院（Clarmont Col-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

lege）心理学教授芭芭拉·克提克（Barbara Gutek）认为，布洛特尼克的发现欠缺效度。她也指出，他的书内若干章节读起来“就像暖昧的色情文字”。

布洛特尼克反击《纽约日报》的指涉为“恶毒的报导”，扬言要逐点驳斥。他抗议用不适当的标准评判他，“我从没说过我的研究属于科技范畴。”他进一步卫护自己的诚信，说他花了全部的时间和金钱去做访问的工作。“我不打高尔夫或网球，没有赛马牌轿车，也没到阿卡普尔科（Acapulco）去度假。”（译注：阿卡普尔科是墨西哥南部濒太平洋的港都。）

没多久，他就不再为《福布斯》写专栏。布洛特尼克表示，双方关系结束是因为他拒绝让该杂志打电话给他的受访者，确认他的资料；受访人同意在保密的前提下参与他的研究。但是早在1987年一些事情曝光之前，《福布斯》就明显对他有所不满。几年前，有位编辑就晓得布洛特尼克的学位是邮寄得来的，因此在署名之前把“博士”一词删掉。

对投资人来说，布洛特尼克事件最明显的反应来自书籍出版商。大家都不承认“我也有错”。布洛特尼克的第一家出版公司一位高级主管说，他的公司从没想到要检核这位通信学校毕业生的调查技术。他补充说，布洛特尼克在《福布斯》写专栏，令人觉得可靠。布洛特尼克的下一家出版公司企鹅出版社（Penguin）说，它不觉得有必要去检核这位准心理学家的研究方法，因为第一家出版社已经出了他的书。

美国舆论研究协会的辛格强调，她深信，只要有机会，调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查技术专家能在布洛特尼克的著作出版前发现问题。但是第一家出版社不准备采用大学出版社所用的批判性方法。高级主管解释：“我们所做的事，99%是根据信念。”

虽然这种漫不经心的态度在出版业不是很普遍，却也不是只有几家公司才有的现象。我为《金融分析师期刊》（Financial Analysts Journal）做业余书评，评论证券相关书籍，发现通俗投资顾问类著作的品质管制还有很大的改进空间。其中有一本书叫做《击败道－琼斯指数：以5000美元投资道－琼斯30种工业股价指数采样股的高报酬低风险方法》。我评论这本书的时候，发觉作者明显疏于查证事实，但出版公司显然不关心这件事。

谈到麦当劳时，这位自称击败道－琼斯指数的高手写道：“我不晓得他们到目前总共卖出多少亿个汉堡（但是麦当劳晓得；不信，下次开车经过时，不妨看看他们的看板）……”要是作者肯花点时间亲自开车去看看（我已查证过，麦当劳在他住的地方有一家店），可能发现现在许多看板上只写着“好几百亿”。再懒一点的话，也可以打电话到麦当劳总部去问。我就这么做了，公司发言人很愉快地提供数目，那时是800亿个。

《击败道－琼斯指数》的其他地方，作者好几次提到一个有趣的故事说，现在已倒闭的零售商柯维蒂（E.J.Korvette），公司名称来自“八位犹太裔韩战老兵”（eight Jewish Korean Warveterans）。事实上，这家公司早在韩战爆发前便成立，而且是根据二次世界大战的一艘军舰命名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者在查证工作上极其随便，这样的态度也反映在他的投资成绩上。他连严肃的研究人员在操作法则上使用的最基本检测都避而不谈。最起码，也应该简单分析何以他的投资报酬率每年起伏那么大。作者遗漏麦当劳的重要统计数字，投资人会一笑置之，但根据支持力薄弱的策略，拿好不容易挣来的钱去冒险，可不是好玩的事。

许多投资专家无疑会视我的评论为吹毛求疵。他们可能认为，现实世界的基金经理人为一般投资人写文章时，标准不应像象牙塔学者那么挑剔。但是以同样的道理编辑一本谈健康的书，神智清明的人绝不会去看。一位作者在写作风格上决定选用非技术性语言，不用公式和希腊字母时，不能就此振振有词地提供毫无根据的投资建言。基于类似的理由，投资书籍的出版商应要求作者抱持合理程度的严谨态度。不管目标针对一般读者或学者，他们都应该讲求准确性。

对事实漠不关心的态度，显然不是投资领域独有的现象。新闻记者约翰·布罗迪（John Brodie）在《新共和》（The New Republic）上谈到非小说类的间谍著作时，不得不在品质上对出版商有所期待："出版公司不像《时代》等杂志那样雇用事实检核员。准确性无关乎出版公司的财务状况；诽谤罪才会。诽谤官司可能命使出版商损失千百万美元；不够准确只会损伤公司的声誉。因此每本著作都有从法律的观点研读，但没去检核与事实是否相符。"

虽然有这种经济上的考量，但依我个人的经验，负责任的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编辑做法是可行的。以前帮我处理一本书的文字编辑，把原稿中每一行的数字加总起来。这个作业流程找出了我从奈耶格勒－莫霍克电力公司（Niagara Mohawk Power Corporation）年报取用资料时，无意中照抄过来的计算错误。出版这份刊物的公司已有约200年历史，由此可见出版赚钱和编辑作业负责任不见得有关联。

很遗憾，不是每一家出版公司都坚持作者必须小心查证事实。所以说，身为读者的你，必须自行留意出版商品管制不周的地方。如果你碰巧不是很懂投资理财，还是可以根据书内的证据，保护自己。作者是不是一再重述空穴来风的话？有没有证据显示投资建议已经统计确认？

作者如把证据留到附录中再说，那还不错。对外行读者而言，书内提到详细的计量分析可能没必要。但如作者似乎只靠直觉，那么你的钱最好留在银行。要不然，你也可以模仿一些投资人的做法，光因冒较大的风险便致富，然后去写一本书。前面已经提过，你不需要专家帮忙扩大你的潜在损失范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十五章　老实话的艺术

公司管理阶层是最直接的资讯来源，但不见得最可靠

希科亚系统公司（Seqouia Systems Inc.）“万事俱备，即将成为一家大电脑公司”。1992 年 5 月 1 日，董事长盖布里尔·傅士科（Gabriel P.Fusco）这么说。1992 会计年度前 9 个月，营业额增加 40%。傅士科认同分析师全会计年度营业额将达 8500 万美元的预测。他补充说，5 年内，希科亚的营业额可能达到 3 亿到 4 亿美元。

2 个月后，1992 会计年度结束。希科亚的业绩延续发表，营业额实际上只有 7100 万美元。10 月 1 日，公司把这个数字修改为 6600 万美元。12 月，营业额再向下调整为 6300 万美元。

5 月间，距会计年度结束只有 8 个星期左右，董事长傅士科还认可分析师的预测，相信希科亚每股盈余将有 1.02 美元。经 3 次修正后，这个数字降为每股 48 美分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这段期间内，希科亚的其他重要发展透露出经营不善的征兆。证券管理委员会对该公司的会计实务展开非正式调查。财务长肯特·艾伦（Kent R. Allen）辞职“追求其他目标”。公司裁员并宣布违反若干银行贷款惯例。持有希科亚 10%股权的惠普公司（Hewlett – Packard Company）不愿提供新的资金。证管会的非正式调查演变成正式调查。一位客户说，它决定不买一台电脑，也从没收到货，希科亚还是把这笔交易列为销售额。该公司收到稽核公司的合格意见书时，不久后将成为前董事长的傅士科宣称：“我们深信自己有资源和能力，使公司恢复获利。”

这个故事最令人感伤的地方在于似曾相识。为什么直接出自企业高级主管的话经常那么不可靠？有些时候，事件的发展令管理阶层大吃一惊。有些时候，听起来合情合理的解释，其实只在掩人耳目。还有些时候，高级主管根本不敢面对现实。他们不断看到起死回生的迹象，直到公司倒闭。

所有这些事情是获利回吐的绝佳良机。假设你能监听管理阶层的谈话，而且能区分什么是正确的评估，什么只是自欺欺人的说词，接下来就能找出即将东山再起的失宠公司，同时放空即将急转直下的热门公司股票。

很遗憾，我们不可能找到万无一失的铁则。“推敲”管理阶层的话中含义，需要懂很多来龙去脉和具备直觉本能，更不要提预测的功夫。但除了主观评断，至少还有个原理可利用：企业高级主管的可信度，不能光因强调职衔而取得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1990 年，奥林匹亚-约克发展公司（Olympia & York Development）的保罗·李奇曼（Paul Reichmann），对外界传称该公司野心勃勃的伦敦加纳利码头（Canary Wharf）商业不动产开发计划发生财务困难的说法一笑置之。李奇曼说，有关的负面评论来自“不知道自己在讲些什么的小孩子”。主持加纳利码头开发计划的迈克尔·丹尼斯（Michael Dennis）问道：“一件开发案第一阶段投入 54% 资金，70% 完工，是否可行怎成问题？”

事实上，持怀疑态度的人找到很多值得担忧的地方。例如，他们忧虑奥林匹亚-约克是以赔钱的出租方式招来新办公室的租用者。而且，似乎只有美国和加拿大企业对那么便宜的租金有兴趣。英国企业都喜欢待在传统的金融区。一家英国不动产经纪商这么说：“英国人的态度是‘我们在这座城市已有 500 年的历史；它虽有臭味、讨人厌、有噪音，而且没那么明亮，但我们绝不离开’。我猜，英国人典型的心态正是如此。也许这正是我们失去帝国的原因。”

直到 1992 年 3 月，奥林匹亚-约克的公共关系公司还在驳斥申请破产的传言“全然无稽”。杜米尼亚债券评等服务公司（Dominion Bond Rating Service）不久前把这家不动产开发公司的商业本票评等降级，显示公共关系公司不觉得变生肘腋。发言人说：“奥林匹亚-约克目前仍在偿还所有的债务，而且预料将继续如此。”

再下来一个月，奥林匹亚-约克无力支付已经到期的 8 亿美元欧洲债券的 6200 万美元利息。4 月间，奥林匹亚-约克一位代表说，加纳利码头的住用率只有 60%。稍后终于证实，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这件开发案赚进的租金收入不到分析师预期的一半。

1992 年 5 月，奥林匹亚·约克在加拿大申请破产。这时，该公司票面利率 8¼%，1996 年到期的债券，1 美元只卖 40 美分。公司总裁说：“我们有很好的进展，相信一切仍在掌控中。”

已故新闻媒体大亨罗伯特·麦斯威尔（Robert Maxwell）也有永葆乐观心情的特质。在他身边很久的秘书兼办公室主管观察到：“他是思考十分正面的人。在他使用的语汇中，找不到‘不可能’、‘没办法’等字眼。”但他的字典中没有少掉“官司”这个字。1991 年他接受《经济学人周刊》访问时说：“你们既无礼又无知地问到我个人的负债情形，我绝不回答。要是你们印出这种东西，我一定告上法院。我的私事和别人无涉，那是我自己的事情。”

麦斯威尔主持的镜报集团（Mirror Group Newspapers）董事会则不这么想。1991 年 11 月，董事会急于知道为什么 4700 万英镑会从公司的金库跑到美国几家银行和麦斯威尔的一家私人公司里。麦斯威尔本来预定某天解释移转原因，后来却取消，理由是身体不适，驾船出海去了。不久后，他从游艇的甲板上失足落海。官方记录的死亡原因是溺水和心脏疾病。

麦斯威尔的媒体王国很快崩裂了。其中最大的麦斯威尔传播公司（Maxwell Communication Corp.）1991 年 12 月 16 日申请破产。仅仅 5 个星期前，麦斯威尔的儿子凯文（Kevin）还展现家族特有的乐观态度说：“外面有很多传言，说我们正和银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业者举行危机会议。我乐于公开向我们的员工和股东保证，绝没有这样的会议，而且银行对（镜报集团和麦斯威尔传播公司的）贷款十分坚稳”

即使问题早在酝酿之中，麦斯威尔家人讲的话，无一显示灾难迫在眉睫。罗伯特·麦斯威尔开始抛售持股时，有人据此做出合理的推论，说他陷入财务困境，他还嗤之以鼻。他宣称，镜报集团太强了，连“独眼的阿尔巴尼亚人”也看得出买它公开发行的股票很有价值。

麦斯威尔家人永不止息的乐观谈话，在企业沟通领域中不算异数。但罗伯特·麦斯威尔偏好封杀异见则极少见。前面提过，他最喜欢使用的伎俩之一是以诽谤罪对簿公堂。

自由作家汤姆·包尔（Tom Bower）1988 年写了一本平铺直述的传记，说麦斯威尔分别提出 11 项控诉。虽然这位媒体大亨未能阻止这本书出版，却十分有效地遏阻各杂志后来向那位无礼的传记作者邀稿。1990 年到 1991 年，5 种期刊放弃包尔所写的故事，宁可因为没用文章而付出“消音费”，不想面对麦斯威尔的官司。许多图书销售商同样觉得，卖一本“英国最爱兴讼者”的批判性传记，不是明智之举。

为确保不好听的话少被人听到，兴讼不是罗伯特·麦斯威尔运用的惟一工具。他也针对传递错误讯息的研究报告，提出没那么谦卑的意见供编辑们参考。1990 年，证券分析师布莱安·史特吉斯（Brian Sturgess）建议对麦斯威尔传播公司采取“审慎看法”。史特吉斯是英国经纪公司柏克莱卓威德（Bar-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

clays de Zoete Wedd）的媒体业专家，写到麦斯威尔的股票公开上市公司和股票未上市公司间资产“正在变戏法”。预料得到，麦斯威尔扬言要告上法庭。更重要的是，他找上柏克莱卓威德的母公司，后者恰好是他的主要借款人之一。

没多久，柏克莱卓威德针对麦斯威尔传播公司发表一份新的研究报告，有 3 项内容更正，但史特吉斯全反对更正。一个月后，这家经纪公司解聘史特吉斯，同时审慎地提到和麦斯威尔事件“没有关系”后来的调查指出，麦斯威尔的股票未上市公司在那之后变本加厉地掠夺股票公开上市的公司。

麦斯威尔的例子显示，企业如何压抑杂音，同时提及过度亮丽的美好说词。简言之，你没听到的事，可能和你听到的一样重要。这条准则不只适用于企业非正式的声明，也适用于正式的公开揭露事项。

开拓公司（Caterpillar）1989 年的年报没有提到那一年约 1/4 的纯利来自巴西的营运活动。很少有外人会想到那个国家贡献那么大的盈余，主要是因为汇兑利益和极高的通货膨胀率产生的其他效果。从本质上说，这种经济情况不可能无限延续下去。拿 1989 年的业绩预估 1990 年盈余的投资人，期待中的利润可能不再出现

巴西上任的总统 1990 年 4 月宣布经济政策大转弯。6 月间，开拓宣布盈余将远低于预期。那一天，公司股价下挫 16%。分析师首次获悉，巴西的营运单位对前一年的总盈余竟有那么大的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开拓早先未揭露事实真相，促使证管会指控该公司违反揭露原则。证管会表示，这家机械制造商的董事会在 1990 年初被告知巴西的盈余“起伏甚大”。证管会官员说，那时候，公司晓得经济政策即将修正。证管会据此认为开拓 1989 年的年报中，“管理阶层的讨论与分析”一节应警告投资人，公司对巴西的盈余仰赖甚重。该公司在庭外和解此案，没有承认或否认做法不当。

企业在沟通方面所玩的最后一种手法，是给不同的人不同的讯息。公司和工会、薪资制定团体磋商时，常用的战术是哭穷。投资人如果光看公司表面上哭穷，可能有不幸的后果。

航星国际公司（Navistar International）1992 年 7 月在新的架构中展现这种两难之局。和那时其他许多公司一样，这家货车制造商设法节制员工的保健成本。为达到目的，航星要求某地方法院确认它有权修改以前给予退休劳工的福利。董事长詹姆斯·柯丁说：“除非壮士断腕，采取行动，永远降低退休员工的保健成本，航星恐难维持偿付能力。”他继续说，缩减成本有其必要，只有这样公司才能“永续经营”。

在法院眼里，这套说词听起来合情合理，可用以批准航星拟议中的福利给付缩减计划。但投资人把偿付能力和永续经营之说，解释成公司可能无法支付即将到期的 G 系列可转换优先股股利的讯事情。8 月初，股价从 38 美元滑落到 27½ 美元，后来纽约证券交易所因买卖委托单相差悬殊，暂停航星股票交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

航星财务长助理卡门·柯比特（Carmen Corbett）表示，投资人不必急躁。她指出，董事长柯丁早先的声明强调公司目前有能力在必须付款时履行义务。能否永续经营只是长期的问题。

但心情浮动的投资人不愿或不能区别其间的不同。一家经纪公司可转换证券部门的主管说："股票倾巢而出。人们显然认为该公司不会支付股利。"

航星喜忧参半的讯息显示，企业发表的谈话还有一种叫你跌得鼻青脸肿的方法。上面的例子中，不幸的后果显然是一时疏忽所致。但我们经常见到，沟通内容不完整或隐晦不明，对投资人造成的震憾，正好是公司预见得到的。

为什么企业不摆脱这些叫人不快的惊吓？你可能会想，它们一定希望防止对公司的疑虑演变成对它们的可信度产生怀疑。事实上许多公司很快就揭露坏消息，原因正是这么做符合它们的利益，以免证券分析师和投资人的信任丧失。很遗憾，其他公司则相当乐意鼓舞投资人的期望，以获取短期利益。它们不怎么害怕声誉受损。

这种看似短视的行为，有个明显的理由，就是提振投价。但是公司高级主管在无法持久的涨势中出售股票图利，不是明智的做法。他们可能被控非法炒作股票。此外，目前的财经新闻媒体都广泛报导公司内部人士的交易情形。高级经理人大量卖出持股，可能被解读成公司经营困难的征兆，以致手头上未出售的股票价值下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，有些微妙的策略，可用来控制不利管理阶层利益的事项的揭露时机。例如，高级主管的薪酬可能和某特定日期的股价连动。把具伤害性的资讯留到那天之后才发表，可以确保管理阶层领得很高的薪酬。

再者，假设某公司计划用自己的股票，购买另一家公司，交易案成交时，股价愈高，则发行给卖方的股数愈少。同样的，扣留可能伤害股价的消息，也有道理。

这种蒙混过关的做法，不见得被视为违反证券法。但股东后来见到市值一天之内消失 1/4 或 1/3，心里可不好受。

在某种程度内，投资人该怪自己。很叫人惊讶，他们十分乐意重蹈覆辙。一家公司只要发表某种新产品或提出其他股价后市看好的理由，往往能把善后收拾得很好。如果过去的错误很快就被原谅，管理阶层没必要坦诚说明将来的问题。

很不幸，投资大众不肯接受责备，这方面能够着力的空间不大。但你可以片面下决心，凡是曾经烧伤过你的高级主管，一律不予信任。此外，评估以前不曾投资的公司时，可以调查过去公开说明的可信度。从那里找到的证据，可能推翻这家公司证券价格低估的说法。如果一家公司以前曾多次愚弄市场，投资人最后可能变聪明。这种情形发生时，市场可能给那家公司的股票极低的本益比。在可预见的将来，因为这样而显得“便宜”的股票，可能继续“价值低估”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最重要的，企业讨论到它们的前景时，一定要抱持怀疑态度。大部分人都没这种天性，因为大家都希望别人值得信赖。请记住，经理人可能自欺欺人。不要接受他们一厢情愿的想法；投资人常因经理人一厢情愿的想法若成真便能赚钱，而接受经理人的高见。“我有没有把你们带错方向？”这个问题的正确答案往往是很有响亮的“有！”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五篇

无效率的市场假设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十六章　完美只是相对观念？

从教科书到市场的路上
发生了一些有趣的事

1992 年 6 月 24 日，美国最高法院开启了一条向烟草兴讼的新途径。法官裁决，吸烟者可以指控烟商阴谋隐匿或扭曲香烟对人体的危害。以前烟商都能逃避这方面的索赔行动。

最高法院的判决对原告律师更为有利。对财经学者来说，则提供了绝佳的机会，可以研究新资讯对证券价格的冲击。例如，这个资讯似乎前所未有。保罗·贝里特（Pual Barrett）在《华尔街日报》上撰文（1992 年 6 月 25 日），称法官的判决“令人吃惊”。因此，把这项消息说成出乎意料，似乎相当合理，符合学术界的“新资讯”定义。

同样的，和香烟有关的这项判决，据称对烟草股价有实质上的含义。根据《华尔街日报》的报导，法官的裁决“急剧改变法律”。文章又指出，基本原则修改后“可能迫使香烟制造商开始以可观的金钱解决相关诉讼，而它们以前根本无意解决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这类诉讼”。

股价马上吸收消化法院判决的消息，这一点真的如学术界的金融市场模式所料。例如 RJR–纳贝斯克（RJR Nabisco）股价立即下跌到 8 美元，比开盘的 9½ 美元跌了 16%。

但那一天结束前，RJR 股价走势推翻了金融理论。在没有新消息出现的情况下，RJR 股价反弹回升，以 9⅜ 美元收盘，全天只下跌 1.3%。

关于最高法院的判决，其实有两派看法存在。《布鲁姆伯格商业资讯》（Bloomberg Business News）1992 年 6 月 24 日财经报导恰好与《华尔街日报》的解读完全相反，文章标题是“烟草官司的判决迥异以往不会有叫人惊异不置的结果”。费奇投资服务公司（Fitch Investors Service）同一天也不认为这是负面消息，“对烟草业的评等来说，如不属正面，也只能算是中性”。菲利浦–默瑞斯公司（Philip Morris Companies）甚至更感乐观，称这项决定为“大胜利”。R·J·雷诺兹烟草公司（R.J.Reynolds Tobacco Company）坦承“非常高兴”。

这些乐观人士难道让烟雾蒙蔽双眼？也许不然。针对烟草业的判决，为证券价格可能遭受的冲击留下很大的争辩空间。例如，标准普尔公司的迈克尔·格雷厄姆（Michael Graham）和莉莎·戴索里耶洛（Lisa Tesoriero）这么说：

> 虽然这个判决可能使针对香烟制造商提出的责任诉讼官司数目和法律费用支出增加，标准普尔相信，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要很长的时间，法庭的判决才会影响债权人受到的保障，更何况有可能一点影响也没有。个中原因在于诉讼旷日废时，也需要花很多钱，上诉过程冗长，烟草业过去都能成功地卫护自己的产品和做法，而且很难把很多案子结合起来成为集体诉讼。

如费奇指出的："法庭的判决确认了烟草业最重要的防线，也就是伤害索赔的优先权。"此外，法官也裁决，吸烟者不能说1969年以后，有关吸烟的危险，他们没得到适切的警告。1969年，香烟制造公司开始在广告中加注吸烟有害健康的警语。

投资人不晓得，最高法院宣判之后，RJR股价应该怎么走，一点不奇怪。和金融教科书里面描述的资讯不一样，针对烟草业的判决，含义十分暧昧不明。由于影响错综复杂，起初市场显然不知道这项消息是好是坏。

一些严格的理论家会认为这种说法有如出自异教徒口中。洁癖家坚称，金融市场的效率十分完美。他们的意思是说，新资讯总是立即和准确地为市场所吸引消化。不过果真如此，这种理论的卫护者必须解开一个难解的谜题：面对同样的资讯，RJR的交易价格应当是8美元，还是9⅜美元？

关于烟草业的判决，投资人一时无所适从，不是独特的现象。例如，1990年10月9日，卡特·霍里海尔商店（Carter Hawley Hale Stores）宣布，已取得协议，出售塞海默（Thalhimers）连锁店给五月百货公司（May Department Stores）。卡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特·霍里发行的若干债券因这项消息立即跃涨 10 点，而收盘时只上涨 5～6 点。虽然债券市场投下强烈的信心票，但不是每个人都认为以 3.25 亿美元摆脱塞海默是宗好交易。康斯坦丝·米彻尔（Constance Mitchell）和山姆·欧尔孔（Sam Alcorn）在《华尔街日报》撰文：

> “虽然许多华尔街分析师称许出售资产是对该公司有利的行动，穆迪投资服务公司那天稍后把该公司的优先债券评定从单 B－2 级降为单 B－3 级。”

解读若干事件时，评等公司的看法不只和华尔街分析师相左，有时它们彼此之间的看法也不同。1991 年 1 月 24 日，HBJ 公司（Harcourt Brace Jovanovich）和通用制片公司（General Cinema）宣布合并即是一例。标准普尔立即把 HBJ 放到债信评等可能升级的观察名单中，理由是这家出版公司的竞争力可望改善。同一天，穆迪把 HBJ 的优先债券评等降到极具投机含义的 Caa 级。

持平而论，这些消息并非总能立即直接解读。理论家在苦思复杂资讯含义的同时，可能也想到以下的事情。这些全取自《华尔街日报》的“市场脉动”（Abreast of the Market）和“店头市场焦点”（OTC Focus）专栏：

- “耐克公司（Nike）上涨 2 美元，成为 76¾ 美元。希尔森－莱曼兄弟公司（Shearson Lehman Brothers）重申应买进这支股票。”（1992 年 1 月 16 日）
- “史伦伯格公司（Schlumberger）上涨 2⅛美元，成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 57 美元。高盛公司（Goldman Sachs）重申'买进'这支股票。”（1992 年 3 月 13 日）

- “阿姆斯壮世界实业公司（Armstrong World Industries）上涨 1⅝美元，成为 34⅜美元。美邦公司重申应买进这支股票。”（1992 年 4 月 17 日）
- “软件公司（Software Etc.）上涨 3/4 美元，成为 10¾美元。罗伯森－史蒂芬公司（Robertson Stephens & Co.）分析师珍妮特·约瑟夫·柯洛伯格（Janet Joseph Kloppenburg）重申'大力买进'这家明尼苏达州艾狄纳的软件零售商股票。”（1992 年 6 月 3 日）

这里很明显可以看出，所有的股票都在没有资讯的情况下上扬，而且每个例子中，分析师都重申先前的建议。

有人可能说，单是证券分析师发表意见，就是某支股票的新资讯。这种说法很有道理。但是分析师说同样的事情第二或第三遍也很重要，不是过于离谱吗？重申一件事或有强调作用，因此更具说服力，却难以符合新资讯的定义。

老实说，一再推荐可能不是影响以上 4 支股票价格走势的惟一因素。同期间的另外场合中，一再推荐与其他可能相当重要的发展同时发生。有时分析师会提高原本已看好的盈余估计值。《华尔街日报》的“华尔街听闻”曾报导一件重要的新闻，说某家公司即将交一篇论文给美国血液学会（American Society of Hematology）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但即使新闻媒体有时遗漏相关的细节，我还是对完美市场的概念持疑。从牛顿的理论来看这个世界，所有的证券都以合乎理性的正确价格交易。在新资讯出现之前，它们一直待在那个价位不动。实质的事件发展推动股价到修正后的正确价位，并待在那边直到更多的新闻出现。虽然牛顿的运动原理在打台球时令人十分满意，物理学家还是得设计更多的理论，以处理次原子粒子的行为，同样的，极其仔细地审视之后，证券市场也没有完美到十分合乎理性。

有时新的资讯无法在某个明确的方向产生冲击。最高法院 1992 年 6 月的烟草业官司判决就是最好的例子。有些时候，证券价格在毫无资讯的情形下动个不停，例如市场上又出现先前说过的研究意见。有时，投资人或市场创造者只是不小心犯错。

最后一种状况的绝佳例子，发生在 1992 年 3 月 25 日。这天收盘前几分钟，一张卖出几亿美元股票的委托单递出，使得道–琼斯 30 种工业股票指数应声重挫约 12 点。所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）后来承认，它犯下错误，不该执行那张委托单。根据新闻媒体报导，一位文书作业员不小心指示电脑卖出 1100 万股，而不是所罗门公司客户要求的 1100 万美元。或许我们有办法设计一种模式，要求价格只根据新资讯而变动，以消除这类事件的影响。但这么做需要稀奇古怪的逻辑。

这不是说，讨论投资时，市场效率完美的概念毫无用武之地。价格一定正确的假设，不会害你因为鲁莽的投机行为而赔钱。至于某些人推销的市场无效率模式，则不能这么说。从现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实情形来说，明显的价格不当现象随处可见。认为市场欠缺效率的人说，只要用点常识，你就能从脑筋迟钝的投资群众身上获利。

如果你同意这种推理方式，最后可能发现，其他投资人毕竟没那么愚蠢。你会常听到有人说，根据前 5 点分析，某种证券价格低估。但问题出在第六点显示价格正在应有的水准上。

市场完美论明显是比较保守的假设。如果你根据价格不当很少发生这种前提，在市场上运作，就不会碰到太大的麻烦。其实，相信任何时点市场中每种证券的价格都正确，并据而采取行动，并没有不对的地方。但在这种信念下，合理的做法是持有广泛分散的投资组合，如投资指数型基金。寻找难以捕捉的便宜货，不会再是你的目标。相反的，你会只想从普遍的经济成长环境中，捕捉可以预测的长期报酬。

但我们常见到证券价格以很奇异的方式对经济事件做出反应。这时可能有暂时显得便宜的股票出现。如果你冥顽不灵地坚持高效率市场的观念，就会错过这种获利好机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十七章 不可爱但不见得没人爱

破产之痛能否产生便宜货很难说

有些人推崇破产公司的股票和债券，它们在反向意见者心目中是极其刺激有趣的东西。传统投资人嗤之以鼻，但有人认为与这些证券真正的风险比起来，它们的价格便宜得不得了。

毕竟，股票公开上市的大型公司破产之后，并没有全面停止营运。它们只是在必须偿还债公人债务的压力下，稍获喘息机会。最后，它们处理完毕外界的求偿，从重整的程序中脱身而出，而且体质可能比以往更为强壮。

玩具反斗城（Toys'R'Us）在州际商店（Interstate Stores）的灰烬中有如浴火凤凰般重生，令传统投资人的错误看法更显戏剧性。勇敢、有耐心的投资人，能够把握大多数人愚蠢不堪的机会，买进破产公司的证券，获得指日可待的丰厚报酬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个故事投合美国传统上百折不挠的个人奋斗精神，也可以解释失败者背后的原因。更重要的是，它能迎合我们的自尊，因为我们全都自认为比别人精明伶俐。如果不谈投资，这是很棒的故事，不管是不是真的。但如你认为破产是赚钱良机之说，则是另一回事你必须查核相关的证据。经营失败公司的证券提供的报酬真的十分卓越，和传说中一样？

严谨的研究报告一边倒的指出，破产公司的投资人所获报酬和他们忍受的价格波幅度等量齐观——不多也不少。爱德华·欧特曼（Edward I. Altman）1969 年进行研究时，运用标准的风险衡量分析，在购买破产公司股票一事上，只能说它们的报酬看起来“至少和上市证券的平均报酬一样吸引人”。如此不令人振奋的说法，还补上欧特曼的警告：他在计算破产公司股票的报酬率时，可能偏高计算。

至于无力履行债务的债券，戴尔·莫斯（Dale Morse）和韦恩·萧（Wayne Shaw）在 1988 年“投资破产公司”研究中发现，违约未履行债务后 36 个月，“一半的证券价格上涨，一半的证券价格下跌”。莫斯和萧补充说，公开发表的会计资料，似乎无助于预测哪些债券会有很好的表现。

最后，1991 年，艾伦·伊伯哈特（Allan Eberhart）、威廉·摩尔（William T. Moore）、罗德尼·龙菲尔特（Rodney Roenfeldt）指出，申请破产日当天，破产公司的债券价格准确地反映了债权人日后求偿所取得的金额。因此，在“街道上血流成河”（内森·罗思柴尔德［Nathan Rothschild］不朽但耸人听闻的名言）时买进证券的大无畏投资人，冒多大的风险，就取得多大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的报酬，恰如其分，没有“免费”的利益。

认为没有证据显示破产公司的证券里面有便宜货的说法过于夸张。杰罗德·沃纳（Jerold Warner）在 1977 年的研究报告中指出，1940 年到 1942 年那段期间，破产铁路公司的债券价格整体显得低估，投资人显然未能认清美国最高法院若干判决的重要性。但是除了这件单一事件创造的飞来横财，沃纳证实，一旦风险纳入考虑，破产证券的投资报酬率没有特别突出的地方。

布雷德克·希克曼（W.Barddock Hickman）发现，1900 年到 1943 年，违约止付债券的平均年报酬率达 20%，促销违约止付债券的人因这项研究大受鼓舞。毫无疑问，许多投资人会认为，不管在哪种风险水准，这样的报酬率都很吸引人。但欧文·范德霍夫（Irwin T.Vanderhoof）指出，希克曼发现 1930 年前违约止付的债券，报酬率很普通，只有 6%。30 年代则高达 26%，原因很简单：经济大萧条时期，破产公司的债券——和其他大部分资产一样——跌到极低的水准。把经济大萧条之前和大萧条期间的报酬率平均计算，便产生前面所提的 20%。除非再有一次和 30 年代等量齐观的经济灾难，否则投资人就算购买一篮违约止付债券，也难获有类似的报酬率。

州际商店破产和在纽约证券交易所暂停交易后 10 年内，州际商店／玩具凡斗城的普通股，依复利计算的年报酬率高达 75%。但购买申请破产法第十一章保护的公司证券，建立一个多元化的投资组合，无法获得这么高的报酬率。每个例子都有例外，1990 年，纽约证券交易所指数下跌 7.5%，但同期内有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

线电子系统公司（Cabletron Systems）股价上涨 204%。讲得客气点，拿表现如此极端的例子当典型现象，未免有误导作用。不过，投资破产公司的证券时，合理的期望报酬率是多少，州际商店的实例虽无参考价值，推销这个概念的人几乎总是拿它来当明证。

投资艰困公司的故事中，同样显著的例子，是宾州中央运输公司（Penn Central Transportation Company）债券持有人在该公司 1970 年破产后，获得的可观利润。除了没人要所以便宜的常见情形，精明的债券购买人据称还因为投资人普遍不晓得这家铁路公司的废墟中有一块很有价值的土地而受益。这个故事似乎透露一个线索，教我们如何在违约止付的证券中事先找出大赢家。

很遗憾，宾州中央运输公司是与事实不符的另一个传说。没错，宾州中央运输的代表性子公司债券，也就是纽约中央公司（New York Central）票面价值率 4½%、2013 年到期的换债及改善债券，因为破产而得到 19.35% 的总报酬率，方式是分几个阶段，把发行债券的收入分配给债权人。但在这之前，债券持有人将近 10 年都没有现金收入。破产头 6 个月，他们也承 45% 的价格跌幅。这个噩梦之后，1972 年价格又跌了 30%，1974 年仅余的价值再跌掉 74%。

（主张投资破产公司证券的人，标准的建议是等紧张不安的持有人初步的卖压结束后，再在自己认为的底部进场买进。就宾州中央运输公司的个案来说，这套策略前 5 年的报酬率很不好。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整体而言，宾州中央运输公司债券持有人最后获得的高报酬，很难说是发了大财。他们所赚的每一分钱，都是刻骨铭心的煎熬挣来的。

有些人可能说，违约止付的宾州中央运输债券价格波动激烈，不过进一步证实传统投资人一听到“第十一章”一词，行为就开始失去理性。的确，我们没办法用合理的怀疑态度证明纽约中央公司 4½% 债券每次价格连续重挫，都是债券人期望改变后的理性反应、同样的，宾州中央运输长达 10 年的重整过程，因为几项事件而中断，债券持有人对于最后能取回多少钱，十分不确定

例如，纽约市不动产市场崩跌，而该公司所夸称的隐藏性资产大部分在纽约，（其实，宾州中央运输公司持有 Waldorf－Astoria 和 Biltmore 饭店，绝非秘密。《华尔街日报》头版一篇文章，在宾州中央运输公司申请破产前一周，便披露该公司发行的债券有不动产题材在内。）

债券持有人能否求偿成功，还有另一层风险，必须看法院如何宣判。1973 年，宾州中央运输公司分割出去的铁路资产，是政府资助的联运铁道（Conrail）系统的一部分，但这些铁路资产的价值几何，有待判决。由于估价过程本来就极具不确定性，宾州中央运输纳入联运铁道的铁路资产估计价值从 136 亿美元（由代表债权人的受托人估计）到 4.71 亿美元（由美国铁道协会估计）、都有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资人或许觉得放心，相信司法体系会公平对待债券持有人。尽管如此，最高法院的判决使得法官威廉·道格拉斯大为不满，指责私人的类似行为可能被视为诈取。

总而言之，“没人要所以便宜”的论据，最好是当作励志格言，而不是获取极高投资报酬之论，整体而言，违约止付证券提供的报酬率平平（经风险调整），除非处在很特别的情况中。投资人所以有高报酬经常出现的错觉，是因为少数样板例子一再被人们拿出来炫示。而且，只有事后来看，才看得出那些偶尔一见的高报酬，掌握住的机会十分明显。在整条路上，债券持有面对的各种风险，可能使他们的结局完全改写。现在，投资人大有理由对任何“勇者出人头地”的故事抱持怀疑态度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十八章　缓慢但不稳定

喜欢确定未来的债券业务员，应遵守这个原则：“如果无法固定，就不要推销”

“固定收益”（fixed income）中的“固定”一词，不管真正的意思为何，反正不是传统的定义。根据我所查的字典，固定的意思是“常数”、“安定”、“不会改变或变化”。可是却有那么多所谓的固定收益投资，滋生的利息变动不停、经常调整、浮动、重订或加码。

有些“固定”债券在若干基准利率上升时，利率跟着提高，有些则在相同的情况下开始支付较低的利率。一些债券支付的利息金额则随着商品价格波动。另一方面，抵押担保证券的利息随着房屋所有人提前偿还贷款的速度而调整。还有另一种债券，支付的利息固定，但持有人的应税所得每年不一样，决定因素在于税捐稽征机关视债券持有人所得中有多少比率属于资本报酬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上所说还没考虑到债券有可能违约止付。好消息是尽管发行机构破产，对债券持有人的支付额还是固定的。坏消息是支付额固定为零。违约止付的事实使得“固定收益”成为错误的名词。

对投资人来说，经纪公司拥有债券交易台的往日时光远为单纯。现在，这种单位的地位已提升为固定收益部门。改名的原因是债券式证券的销售商交易各式各样的债务商品，包括定期存单和优先股等工具，而它们不是债券。相反的，属于债券的可转换债券，通常在股票部门交易。

金融服务公司如把“固定收益”一词改为“契约收益”，或许可以避免一些混淆。前面谈过，债券的息票利率可以变动，一如股票的股利。这两种投资收益形式真正的差别，在于息票具有契约特质。

依规定，任何一季股利的派发需要董事会批准。息票则不能如此裁量。利息一定要支付，否则公司便违反与债券持有人订定的契约。和股票持有人不一样，债券持有人一见支票不再送来，可以依法要求若干权利。

如果改用我建议的新词汇，则优先股和债券继续合在一起交易是很适当的做法。优先股的股利属于准契约，也就是必须累计支付。如果公司未能派发优先股股利，则将来必须补足积欠余额。相反的，公司暂停支付普通股股利时，将来没有义务补发。改用“契约收益”不只能消除语义上的问题，还能缓和利息变动带给投资人的不安。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表面上固定的收益减少时，大部分人都会生气。这个名词让他们以为什么事情都不会改变。相反的，今天没有认为契约神圣不可侵犯。比方说，拳击赛推广组织视契约不过是一种声东击西的假动作。推广组织的书面保证和未来的事件间如有相符之处，不过巧合而已。

经人们滥用的结果，“契约”一词不再像“固定”那样具有“不可动摇”的含义。眼见自己的固定收益减少的债券持有人可能大发牢骚，但如契约收益下降，则可能泰然处之。

姑且不谈命名学，债券收益经常变动是不争的事实。债券共同基金也是一样。投资基金理该降低你的收益完全断绝的风险。在广泛分散投资对象的组合中持有一小部分，则个别债券违约时，你只会受到很轻微的影响。但分散投资不保证你取得确定的收益。事实上，在你获悉债券基金收益多么难以预测之后，可能大吃一惊。

表 28.1 是 21 种一般公司债券基金的排名，高低顺序依 1990 年底 30 天的估计年利率。如果你根据广告中的利率选取基金，通常会得到这类资讯。（当然，你还看得到基金名称。我将它们的名称删除，因为这里不想讨论它们的个别价值。）

根据定义，30 天年率是衡量债券基金利率的标准方法。依证券管理委员会（SEC）的规定，各基金如要做广告，宣传自己的利率，必须使用这个通用的标准。基本上，年利率是指过去 30 天支付的收益除以当期资产净值，再乘以 12。计算过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程须考虑以折价或溢价购买债券产生的应计损益。

证管会 1988 年公布它的 30 天标准。在那之前，债券基金做广告时，可以随便选用某段期间，使它的利率看起来最高。各基金选用的期间从一天到一年不等。《商业周刊》（1988 年 9 月 5 日）赞许证管会的改革措施：“现在你看到的会更接近所得到的。”

表 28.1 若干一般公司债券基金的列表和实际利率

基金	30 天年利率（%）1990 年 12 月 31 日	实际利率(%) 1991 年	差距
1	12.35	10.16	-2.19
2	10.83	8.40	-2.43
3	10.45	9.83	-0.62
4	10.29	9.88	-0.41
5	10.01	9.78	-0.23
6	9.30	9.11	-0.19
7	9.15	9.11	-0.04
8	9.06	8.95	-0.11
9	8.99	8.87	-0.12
10	8.95	9.11	+0.16
11	8.85	8.32	-0.53
12	8.83	8.71	-0.12
13	8.61	9.03	+0.42
14	8.57	8.22	-0.35
15	8.51	8.20	-0.31
16	8.39	8.74	+0.35

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

17	8.13	8.28	+0.15
18	7.79	7.77	-0.02
19	7.07	7.35	+0.28
20	7.05	7.98	+0.93
21	7.02	8.68	+1.66

资料来源：取自《巴隆金融周刊》 1990 年 12 月 31 日和 1991 年 12 月 30 日的数字。

如表所示，“更接近”和“正是”相差相当大。1991 年创造的实际利率，和 1990 年底列出的 30 年利率相差很大。前十大基金的实际利率平均低于 30 天利率 62 个基点（一个基点合 0.01%）。原来排名在后面的 10 种基金，实际利率比 30 天殖利率平均高出 30 个基点。

就上下两端来看，偏离 30 天利率的差距扩大。排名第一和第二的基金，实际利率分别比前一年年底低 219 和 243 个基点。至于排名最低和次低的两种基金，实际利率分别超过 1990 年年底 166 和 93 个基点。

实际利率和 30 天利率有出入，不足为奇，因为投资组合内容不断在改变。基金持有的一些债券，因为设有偿债基金而偿还完毕，其他债券则未到期便强制赎回。

投资组合的构成也因操作而改变。有些换债操作是为了从利率的变动或价格失当中获利。此外，经理人可能为了维持适当的平均到期日和债信评等而买进和卖出债券。假设某种基金买得许多新发行的 7 年期债券。3 年后，这些债券距到期日缩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短为 4 年。随着时间的流逝，基金持有的债券平均到期日可能低于它的投资政策所明定的范围。为冲销这种影响，经理人可能出售已抱持一段时间的债券，以新发行的 7 年期债券取代。

另外，基金买进某些债券后，它们的信用评等可能被穆迪投资服务公司或标准普尔公司降低。为防投资组合中的平均债信品质恶化，经理人可能买进债信较佳的债券，取代债信遭降级的债券。

很遗憾，债券赎回或出售后所得再投资的时机可能不恰当。当时的一般利率可能不如以前高。这种情况下，债券新组合的利率会低于创造最近 30 天利率数字的投资组合。

顺便一提，利率低于以前，只是债券基金的报酬率不如你预期的一种原因。资本利得和损失也影响你的投资成果。如果你真的打算无限期持有基金，则本金的变动可能不会叫你烦恼，但如需要赎回受益凭证，换回现金，则另当别论。这种情况下，基金资产净值的变动可以激烈影响你的投资成败。

不管原因为何，债券基金报酬率会变动，证实“固定收益”一词有潜在的误导作用。离开这个主题之前，再谈谈债券投资报酬率很容易变动的最后一种理由。假设你没花掉领得的利息，而是拿去再投资。这是很聪明的策略，因为利上滚利（复利计算）的力量很大，有关文献汗牛充栋。“72 准则”说，某一金额以 6% 的利率投资，利上滚利，则约 12 年后，原始金额会变成两倍。如果利率是 9%，则倍增时间约为 8 年。在一段相当长的期间内，把所获利润再投资，是创造财富很有效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的方法。但这里面有个难处。就像债券基金经理人为债券提前赎回所苦一样，你也可能发现，在你想要再投资时，利率已经下跌。

再投资利率降低的影响很大。比方说，假设你买了息票利率 9%的 30 年期债券，而且到期前所有的利息都再投资。如果整段期间内利率都保持稳定（不可能有这种情况），实际上你获得 9%的复利报酬率。但如你被迫以 8%的利率再投资领得的利息，实际的报酬率只有 8.37%。再投资利率为 7%，报酬率进一步降为 7.77%。

购买零息债券，可以消除再投资利率下滑的风险。很遗憾，这么做等于放弃再投资利率上升的潜在利益。零息债券的另一个缺点（除非你在税赋有利的情况下买进）是它们每年都创造出税赋，须缴纳现金，而到期前你根本还没领到任何现金。

结束固定收益证券的讨论之前，但愿你不要太过沮丧。没错，长期而言，债券提供的报酬率的确比普通股稳定（但较低）。在那么长的期间内，它们也产生一些叫人吃惊的事，但只要你不指望固定收益永远固定，就能泰然处之。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十九章　国外事务

分散投资国际金融市场面对严重的法规和会计障碍

“市场国际化有黑暗的一面。”科罗拉多州州证券事务委员菲利浦·费金（Philip A.Feigin）1992年初这么说。他指的是电话强销业者进军外国证券。海外证券和本国的贱价股比起来，较有可能逃避主管单位的监视；想要一夜致富的投机客，常喜买卖美国的贱价股。费金说：“我们如何检核在外发行300万美元股票的印尼公司？”（300万美元指发行在外所有股票的总市值。）

幸好整个国际化的潮流中，不是只有诈赌游戏，还有合法（而且规模大得多）的一面。随着各国经济日益彼此整合，金融市场也打破了国界。通讯技术进步后，各国证券交易所愈来愈难以维持孤立政策

全球经济成长和效率势将受益于这股趋势。更重要的，获利机会扩大，分散进入各洲，你口袋中的钱也可能增加。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你还完全集中投资美国，则美国市场下挫时，你持有的大部分证券也会跟着一起下去。但若干海外市场这时可能激涨。把一些蛋放到国外，可以减低整个投资组合的上下起伏。简言之，全球投资真的让你有机会降低波动风险，同时不会强迫你接受较低的报酬率。

但如果你只是同时在几个不同的国家做出坏投资，分散投资国际市场于你无益。不少狡猾的营业员推销没听过的股票，可能让你亏损累累。但是投资知名企业，大把钱也可能掉进无底洞。

比方说，其他大部分国家对投资人的保护不如美国完善。这不是说，小额投资人在我们的市场一定受到公平对待，但是美国市场上争论的事物，从它们的性质来看，令我放心。在这里，法院和主管官署正在争辩一个问题，也就是企业董事的亲人认识的朋友，无意中取得未公开的资讯，并据而操作，是否违法。但世界其他地方的政府，最近才开始禁止董事明目张胆利用未揭露的资讯图利。

同样的，1991 年，小额投资人应该很庆幸自己依美国法令规定在美国市场交易，因为这一年，日本各大经纪公司被发现退佣给大客户，以弥补他们的损失。主管机关除了责备，拿这些公司没办法。那时候的日本法律只禁止事先向客户保证会弥补他们的亏损。大藏省 1989 年曾谴责退佣的做法，但这种做法并不违法。（一些知名的经纪公司高级主管仍然因此下台。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逛到国外去时，在财经资讯的报导上，你也可能看到一些稀奇古怪的现象。同样的，我不敢说美国的制度最完美，但美国政府似乎致力于维持公平和诚信的揭露原则，而且始终一贯。

几年前，瑞典的主管当局采用有点不同的方法，当时优德霍姆公司（Uddeholm AB）有可能无法履行债务。这家钢铁和林产品制造商因为亏损累累，1977 年结束时，自有资本耗蚀严重。因此优德霍姆停止偿还债务，但有偿还未偿清贷款的义务。不过这么做将毁灭公司

首先闪人脑海的想法是政府出面纾困，但国际钢铁贸易协议禁止这种行为。因此国会议员决定不注入资本，改为授予信用额度。接着，议员大笔一挥，立法通过，要求该公司把新的贷款列记为自有资本。在会计上动手脚的这种把戏，解除了优德霍姆无法覆行债务的困境。

瑞典只为了防止一家公司破产便特别立法的做法，果然达成所要的目的。1983 年，优德霍姆安全地摆脱难关，那项特别法案随之废除。

当然了，优德霍姆的例子不多见，但由此可见，当你赴海外发展时，会计作业环境大为不同。外国对盈余品质的管理，不如美国的财务会计标准委员会（Financial Accounting Standards Board）那么严格。其他大部分国家股票市场发展成熟的历史不如美国长，还没能取缔企业界以人为力量，平滑每年纯利波动的做法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顺便一提，所谓“其他国家”，我的意思不是指刚走向工业化的第三世界国家。纽约大学的弗里德里克·崔（Frederick D. S. Choi）和理查·雷维奇（Richard M. Levich）在一份调查中指出，国际投资人认为德国、日本、瑞士在会计实务上造成的困难最大。连18世纪以来的工业强权英国，在若干地方也落后美国。《经济学人》周刊报导，1991年约半数的英国大公司都在损益表中报告“非常项目”。把利益或（更有可能）损失归入那个项目能把讨人厌的异常波动从盈余记录上抹除。由于这种弃卒保帅的做法可能遭滥用，美国会计准则的“非常项目”定义比英国的标准严格许多。因此，美国大公司中只有约5%在损益表中提列非常项目。

《经济学人》周刊同一篇文章，提到英国企业另一种平滑盈余的聪明做法。依据英国的会计准则，企业可以向上重估资产，以反映经济财富上的变动。但是准予向上重估只影响企业的资产负债表。承认资产价值上升，无法使盈余增加，除非卖掉那些资产。常见的做法是 需要提振盈余时，出售已经增值的资产。企业即使已在资产负债表中承认资产增值，还是能把交易利润列入损益表。讲得客气些，这种盈余出现的时机，可由公司操控。

但提到高度发展国家却有低度发展的财务准则的事实时，不要光讲英国。经纪公司UBS观察到一些现象，收录在1992年的《全球投资：精明投资人手册》（Global investing: A Handbook for Sophisticated Investors）一书中。这本书由桑勒·雷文（Sumner N. Levine）编辑，书中谈到：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瑞士没有规定要揭露每股盈余数字。此外，企业发表的盈余数字极不可靠，很难计算有意义的每股盈余。

德国公开发表的会计数字倾向于只要符合法律规定和会计准则，而没意愿呈现真实和清楚的公司盈余状况。这一点，和英国、美国会议专业人士的了解不同。

前面提过的崔和雷维奇的调查，发现若干机构投资人根本应付不来一些非美国式的会计花招。他们的解决方法是干脆不投资外国企业的证券。除了他们，崔和雷维奇说，其他想要投资海外的人必须熟悉投资目的国的会计实务。

对你来说，照这个有用的建议去做，可能不是务实的解决办法。果真如此，则找外国专家代劳，不失为务实的做法。但这么做的时候，务必彻底了解那些专家的资格。你所找的顾问可能是个分析师，只想把美国的产业知识引进海外，对会计细节则不甚清楚。

如果对方无法尽责，或可考虑透过国家基金参与海外经济体的发展。拥有一篮公司股票，应能让你捕捉某个国家的成长潜力，同时不必过度曝露在任何单一公司的财务报告花招中。和其他基金类别一样，你必须注意，不要人云亦云，跟着大家一窝蜂走。某个国家变得非常热门时，它的证券价格可能涨到过高的水准。假使目前抢手的国家能供选购的证券相当少，尤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其可能如此。国家基金的买卖以美国投资人为主，也有危险。跨国分散投资的好处，可能因此抵消。

与时俱逝，分散投资国际市场的许多陷阱会变得没那么严重。就长期趋势来说，市场管理和财务报告准则似乎都会形成全球统一标准。我很乐观，相信最好的做法将通行全世界，不会出现格雷欣法则（Gresham's Law）所说的劣币逐良币现象。在此同时，“买者小心”是最安全的准则。随着全球投资日益流行，不法之徒当然蠢蠢欲动。而且，在海外市场，即使合法的投资策略也可能带来危险。

千万不要忘记分散投资国际市场背后的基本理由。这么做是为了缓和个人财富净值的波动，不能因为消息有欠灵通而使波动变本加厉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十章　地方公债狂热

别让节税的诱饵遮蔽双眼，
而忽视其他投资考量因素的重要性

“喂，潜在客户先生小姐，你不认识我这个人，也没听过我们公司的名字。我帮某个很特别的政府机构销售债券，这个政府机构的性质，你不熟悉。我也没有财务资料给你看。”

“担保这些债券的计划很新，未经考验。我从电话名簿中挑出你的名字，认为你适合买进这些债券。”

“我建议你拿毕生积蓄中的一大部分钱，出来买这些债券。获得的收益免税。”

*　*　*

如果厚颜无耻的地方公债推销员如此坦白，则这种塞伦之歌（诱人毁灭）引诱到的投资人一定比较少。但即使一文不值的地方公债销售商被迫充分揭露事实，还是可以过得相当舒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

适。他们只要把目标针对不计成本、志在节税的投资大众就可以。这些绝不妥协的纳税义务人，不肯让一块钱的财富落到山姆大叔的金库中，乐于一拍即合。和地方公债市场中这些较没那么体面的公民往来，能达到同样的效果。

投资地方公债第一个应避免的错误，是选错群众站错边。外面有很多值得信赖的免税债券专家为合法的公司效劳，因此，摸黑飞行的地方公债推销员突然打来一通电话，你不必一时行动，有所回应。

与其成为骗子营业员的猎物，付出惨痛的成本，和诚信的业者往来有不可否认的好处。但是关心你的财富和金字招牌不保证能够摆脱难看的投资理财成绩。推销员可能真心想提高你的税后所得，却可能一时疏忽，导致你的本金大幅亏损。即使你和声誉不错的营业员往来，地方公债还是有违约止付的风险。美国地方政府财务困难的历史相当悠久，而且毫无疑问，将来会有很多。如果你想避免这种事，可能必须研究以前灾难发生的特征。自我教育比善良的营业员能给你更多保障，因为营业员在公共财政问题上所知有限。

回溯 19 世纪初，地方公债违约止付有几个主题一再重复出现。债券保证机构加值再保险公司（Enhance Reinsurance Co.）的娜塔丽·柯恩（Natalie R. Cohen）列出其中几项：

- 地区性土地开发周期。
- 商品景气荣枯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 财务管理失当。
- 都市财政危机。

她也指出，从历史上看，地方公债违约止付常发生在全国性经济扩张之后。违约止付通常集中在极西地带的住宅开发区。

柯恩的第一个主题，土地开发周期，远在 1837 年的恐慌期就十分有名。继之而来的经济大萧条，引发所有发行在外的债券中一半违约。大部分债务起因于特许银行贷款给不动产开发商。另一次地价激涨继之崩跌的周期，使得 1933 年止的 8 年内，佛罗里达州所有的征税单位违约比率逾 80%。（触发地价重跌的祸首，在于地中海果蝇入侵，蹂躏该州的柑橘园。）

虽然我们有很多机会从历史中汲取教训，地方公债买主还是惨遭 80 年代中期起的另一次土地开发周期践踏。在那之前几年，科罗拉多州的地价大涨，促使乐观情绪强烈弥漫，认为将掀起新建筑热潮。在这股热潮驱使下，开发商大买土地，改建成特殊的课税区。为支付下水道和道路的开发费用，开发商出售免税债券，以为从社区居民身上课税，最后能弥补利息负担。在等候得意扬扬的新屋主进住之际，不动产经营业者又发行其他债券，以挹注偿债之需。

很不幸，有些开发案太过投机，距人口聚集区太过偏远，各项设施都不便利，盖起来的房子不如计划之多，因此税收太低，不足以支应债券的利息成本。结果，欢迎货车后面紧跟着大幅提高不动产税率。许多课税区诉诸不愉快的办法——申请破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说来讽刺，社区居民当初受诱于建筑商不动产税率会很低的说法，才被吸引过来这样的行销花招到头来使得收入不足的情形更为恶化，庞大的重担只好落在少数居民肩上。

在可怕的投资故事层出不穷的情形下，这件事不比普通股、公司债、不动产或商品投资的悲惨故事糟糕。但是地方公债市场有一些明显（即使并非独特）的特性。例如，地方政府的行政管理人员必须管很多事情。地方政府的行政管理人员中，有很多能干且十分投入的专业人士，但也有不少心地善良，但训练不够和工作过度的人。

后一类人中，80 年代似乎有很多地方财政官员把资金管理计划交到投资顾问史帝芬·韦默（Steven D. Wymer）手中。加州地方政府宣称，它们在竞争激烈的美国财政部中期公债市场，取得远高于平均水准的报酬率，比较精明的投资专家本来大可质疑这种说法。不过许多小镇的财务官只能分出部分时间做这种事，因为还有很多事情有待操心。1992 年加州地方政府财务官协会（California Municipal Treasurers Association）理事长卡尼·杰米森（Connie Jamieson）说：“有些人必须找警察、消防队员和其他人收垃圾，而且还须负责投资千百万美元。”

根据联邦政府的指控，韦默成功的秘密在于“大规模的诈欺”。他把资金从某个帐户转到另一个帐户，在 14 个城市和投资信托诈取了 1.13 亿美元以上。联邦探员搜查韦默的住处时，在一间卧室的床头几上找到一本书，书名叫做《如何洗钱》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各地方行政管理人员的投资理财技能差距很大，韦默在某些城镇诈取的钱多于其他城镇。一位腾出部分时间管财务的市财务官，在韦默连一份操作成功的文件都交不出来之后，将他解聘。但韦默请来助阵的地方政治人物，显然令其他财务官产生好感。（例如，依阿华州参议会议长便签约当推销员。）

一位负责地方总务工作的官员说："每次我要求提钱出来，同一天就拿到钱。而且我们获得的报酬率比定期存单利率高 2～3 个百分点。我看不出为什么我们会赔钱。"但韦默似乎有办法。证券管理委员会表示，该市议员本来认为帐户的价值超过 50 万美元，其实不到 25000 美元。

即使你能逃过诈欺带来的灾难，还是有资讯取得有限的问题。根据公共证券协会（Public Securities Association）的数字，美国发行在外的地方公债数目约 150 万种。5 万多个发行单位中，有许多规模很小，不可能发表详细的财务报告。一些基本上该知道的事，如你手上的债券未到期已被赎回，因此不再生息，也很难得知。

即使地方政府报告财务数字，格式也和常用者不同。（或者，更准确地说，每个地方政府的格式都与众不同。它们的会计实务标准化进程不如民间。）大部分专业证券分析师，已习于研读企业的资产负债表和损益表，却难以解读地方政府的年报。

但有一些投资专业人士十分了解地方政府的财务状况。其中一些人隶属的组织专门管理免税债券基金和单位信托。要取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得这些分析师专业知识的协助，你必须牺牲一小部分的收益，做为他们的管理费用。但如你觉得分散投资有好处，并把信用风险分散到许多不同的发行机构，报酬也很吸引人。

另一种叫人放心的做法是购买有保险的地方公债，但必须牺牲若干报酬。为维持理赔能力方面的优良债信，债券保险公司必须对它们所保证的债券，进行巨细靡遗的财务分析。

或许你希望取得最高的免税收益率。果真如此，可以直接购买未投保的债券，不要透过基金去买。如果你走这条路，务必货比三家。地方公债是在店头市场交易，不在集中市场交易。各自营商的报价相差很大，取决于各公司对某种地方公债的了解以及销售能力的强弱。也请记住，讨价还价并非不合宜的行为。

最重要的是，别让免税收益蒙蔽你的双眼，忘了一些标准的投资考量事项。依你适用的税率和当时的市况，购买应税债券或许净赚更多钱。而且，和其他固定收益证券一样，利率最高的地方公债通常风险也最高。只顾追求最高收益（即使国税局拿不走），到头来可能偷鸡不着蚀把米，连本金都赔掉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十一章 我找到一匹最能跑的马了

如果连运动比赛赌博市场都很有效率，则连襟报来的股票明牌到底有多少价值？

下一次你听人说有个可靠的系统能够击败市场，则不妨问自己一个简单的问题：“某个绝不出错的方法，不管多长的时间都有效，这样的说法合理吗？”

理论上，任何已发表的机械式操作准则，如能产生十分出色的报酬率，一定会吸引很多忠实的信徒。最后，成千上万投资人都做好准备，在这套神奇的系统闪出“买进”或“卖出”讯号的那一刹那，立即抢进杀出。这一来，根本不可能执行那套系统建议的交易，除非在潜在利润已被榨出的那个价位，才有办法成交。

但对那些梦想找到致富捷径的人来说，找到完美的系统，并非不可能。毕竟，任何时候，都有成千上百个不同的想法，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞相争取投资人的注意。除非仔细检视每种策略，否则某些真能赚钱的策略可能失之交臂。

想了解投资人在无止尽的操作系统中节选得多仔细，不妨看看另一种市场中的证据——运动比赛的赌博市场。对绝大多数的参与者来说，运动赌博纯系消遣。因此，足球赌博和赛马赌博的下注窗口看起来只像是可能致富之路，而遭人忽视。相较之下，证券市场则由专业人士主控，必须打硬仗才能取优势。

很多精力充沛，喜欢动大脑的人，花了不少心血，企图找到优异的策略，在运动赌博中赚到大钱。这么多年来，关于这个主题，有无数文章发表在学术期刊上。一个常被人们探讨的问题，是赌博的价格（也就是赌徒所下的赌注）在多大的程度内，准确地反映了所有可能影响结果的事实。赌马这个看起来不属于学术界的世界，竟令财务学教授那么热衷研究，最戏剧性的例子在于国家足球联盟（National Football League；NFL）赌博所引起的争辩。

1985 年，3 位学者宣称已找到一种方法，能从拉斯维加斯 NFL 的差分中获利。这些研究者的资料显示，赌徒如能适当考虑竞赛两队以往的带球冲程码数、漏失球、截球、罚球等方面的表现、则胜算较高。这些发现引起另外 4 位学者的回应，反驳他们所做的统计分析。此外， 4 位学者的新研究发现，前面 3 位研究者所用的公式， 只在 1983 年球季的测试期间有效。运用同样的“赢家策略”到 1984 年球季，第二组学者发现 101 种建议赌法中，只有 39 种赚钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测 NFL 差分的准确性如此，并没有阻止其他学者试着设计赢家系统。例如， 1990 年，麻省理工学院一位教授测试了 15 种以上的赌博策略。所有的策略都依据以前比赛的结果——如果职业足球赌博是个高效率市场，这些资讯应该没办法提供优势。

这位研究者做成结论说，若干策略获胜的次数超过 50%。某些赌法的成功比率足敷赌客的“赌博费用”（Vigorish）还有余，也就是高于内在获利率。但利用赢家策略去赚钱需要钢铁般的意志和很多钱。比方说，这位教授发现，有 57.5% 的次数，参赛队伍连续两周没办法追平失分，再下来一周又无法追平。他提出一种“加倍下注”策略，从赌客明显高估习惯性无法追平失分队伍实力的倾向中获利，方法如下：

1. 在 NFL 球季的第二周，针对第一周未能追平失分的 14 支队伍（总共 28 支），各下赌注 100 美元。

2. 第三周，针对连续两周未能追平失分的队伍，各下注 200 美元。（第二周有些队伍追平失分，你赢得彩金后，不要在它们身上再下赌。）

3. 此后每一周，未能追平失分的队伍，赌注都再加倍。任一队追平失分而让你赢得赌注之后，便不再下注。

这位教授表示，恪守这个策略的赌客，最后几乎保证获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利。他发现，一个球季之内，任一队伍至少一次未能追平失分的机率低于 0.02% 风险如此小，加倍下注策略似乎保证获有利润。比方说，如果赌客在第二周输掉 100 美元，但第三周在同一队伍上面赢得 200 美元，则所获彩金（400 美元）超过所下的累积赌注（100 美元＋ 200 美元＝ 300 美元）100 美元。

1985 年和 1986 年的 NFL 球季，加倍下注策略收获甚丰。这两年赌客一次加倍下注金额都没超过 1600 美元。1985 年和 1986 年，原来下赌的 14 支球队，第六周以前至少有一次追平失分。到那时候，这套策略扣除下赌费用，净赚 1040 美元。

但 1984 年运用同样的策略却带来灾难。那一年，休斯顿油人队前 10 场比赛都未能追平失分。由于必须不断加倍下注，赌客见到每过一周，交易成本使得潜在利润变得愈来愈少。最糟的是，加倍下注策略如滚雪球般，到第十一周须下注 51200 美元。这时，赌客已亏蚀 55450 美元。这表示，采用这套策略，但一开始本金不到 106650 美元的人，等不到不幸的油人队翻身，自己便先出场。油人队终于追平失分。毫无疑问，采用加倍下注策略的许多信徒，很早就失去勇气，也许第九周便以 13210 美元认赔出场。此外，最后终于回升到只损失 4250 美元，也要看赌客愿不愿意下高达 51200 美元的赌注。

从实务面来说，如果 NFL 差分有些微不准确的地方，这样的机会也很少人能够掌握利用。此外，足球赌博的效率高得出奇，并非它独有的现象。另一个庞大的研究证实，赌马时从大家都能取得的资讯中获利的空间微乎其微。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英属哥伦比亚大学的研究人员发现，在温哥华展览公园举行的赛马，内圈马享有的些微优势，在赔率中已充分反映。（靠外圈的马必须跑较远的距离才能到达终点。）同样的，澳洲国立大学的一个研究小组做成结论说，分析出赛预定时间前赔率的变化，或照报纸的小道消息去做，赌客占不了便宜。

不过赌马客的希望没有完全落空。亚伯达大学的研究人员做成暂时性结论说，让先模式（handicapping model）利用到唾手可及的资料，运用这种模式，胜算有可能提高。在可预测的因素中包括参赛马匹过去获胜的百分率；跑完不熟悉的新距离所居劣势；骑师过去获胜的百分率。

各项研究发现，北美的赌客倾向在胜算低的马上下很大的赌注，在大家看好的马上下赌不够多。聪明的赌客可以利用这种偏差现象下赌。很遗憾，由此获得的优势不多。

* * *

有关运动比赛赌博的研究汗牛充栋，这里只取其中一小部分，证明了一个简单的事实：与你竞赢的赌客，不会把利润轻易留在桌上。

约 500 家美国公司惟一经营的业务，是卖预测资讯给运动比赛赌客。财经教授不断丢出 20 页的文章，里面满是“多项逻辑模式”和“半强势效率”等术语，用以确认赌客察觉赔率上的些微缺点后，能不能略占优势。理论上答案往往为“是”，但考虑实务上的困难之后，顶多只能说“也许”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果表面上具有娱乐效果的运动比赛赌博市场竟这么不假辞色，那你可以想像得到，证券市场一定远为惨烈。全国证券自营商协会（National Association of Securities Dealers）有 5000 多家会员公司，雇用 40 余万登记合格的代表。他们的工作之一是伺机扑向昙花一现的便宜货。此外，全球各地千百万投资人每个小时都在筛选美国股票，好抢购价格失当的股票，不管差距有多少。

整体而言，整个书面和一些证券营业员、投资大师喜欢的书面差很多。他们描述现实世界时认为，任何人只有稍具常识，花点时间，轻而易举便能赚到钱。事情没那么简单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十二章 开始搜藏你的思绪

收藏品充满乐趣和思古幽情，但不应当做财务安全的基石

演员查理·辛（Charlie Sheen）在《华尔街》（Wall Street）一片中饰演内线交易的共谋者。《八人出局》（Eight Men Out），则饰演声名狼藉的芝加哥“黑袜队”球员，在1919年的年度冠军总锦标赛中当投手。后来在现实生活中，查理·辛的投资世界和棒球世界合而为一。悲惨的下场不下于电影。

1992年8月，查理·辛在纽约利兰名人堂拍卖会上标得“莫基球”。这位演员花了85000美元，外加10%的佣金，买得纽约梅茨队（Mew York Mets）莫基·魏尔森（Mookie Wilson）击出，穿过比尔·巴克纳（Bill Buckner）脚下的棒球。巴克纳接球失误，波士顿红袜队（Boston Red Sox）输掉1986年冠军总锦标赛关键性的第六场比赛。

拍卖之前，大家本来预期这只棒球顶多只能卖到8000美元到10000美元，但从那天晚上其他若干物品卖得的价格来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看，查理·辛可能买到便宜货。底特律老虎队（Detroit Tiger）杰出球员泰·柯布（Ty Cobb）的制服卖到160000美元。（和曲棍球明星球员韦恩·葛雷茨基［Wayne Gretzky］及球队老板布鲁斯·麦诺尔［Bruce McNall］1991年以451000美元买进1910年左右的棒球卡相比，160000美元却显小巫见大巫。这张棒球卡有著名的匹兹堡海盗队游击手霍勒斯·瓦格纳〔Honus Wagner〕的肖像。）

利兰拍卖会上较为合适的比较基准，或许是梅茨队的汤姆·席佛（Tom Seaver）1967年到1969年所穿夹克以10000美元卖出。但一位精明的收藏家仅以400美元标得同一件夹克上面找到的牙签。这些“可以比较的物品”中，看你以何者为基准，查理·辛可能买得相当便宜，也可能买得太贵。但是不管结论为何，前提应是他买到的这只球，的确是巴克纳漏接的那一只。

从收藏家查理·辛身上抽到8500美元佣金的该拍卖公司创办人乔斯渥·利兰·伊凡斯（Joshua Leland Evans），对这一点毫不怀疑。询及这件物品的真实性时，伊凡斯宣称：“任何人只要看到这只球，都会说那是真的——那可不是件普通的物品。”

有人怀疑他们是否有能力区分85000美元的收藏品和其他用过的棒球，但莫基本人可挺身作证。魏尔森证实，那是真货，因为上面有他认得的口嚼芋草污渍。据称，那场决定性的比赛结束后不久，梅茨队职员亚瑟·李奇曼（Arthur Richman）曾要求魏尔森亲笔签名。李奇曼说，他从右野裁判那里拿到这只名球。拍卖商伊凡斯表示，赢得球赛后的庆功宴上，梅茨队

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中坚手雷尼·戴克斯卓（Lenny Dykstra）的芋草汁滴到球上。

虽然这些细节令人信服，巴克纳却也宣称他拥有莫基球。他回忆说，在球漏接之后，他马上捡起这只纪念物。巴克纳的说法并未否定那只球的真实性，只是他的说法和李奇曼有出入。不过，以 85000 美元标得那只球的欢愉，因为这种争论而打了折扣。

可怜的查理·辛。他在《华尔街》中扮演的角色，只需担心引起执法机关不悦。今天，结算所已采用新的作业方式，经纪公司不必再交换实体股票。因此，辛扮演的角色不必烦恼买到假股票。此外，除非他涉足相当奇特的证券，否则电影中的证券营业员会有一个流动性很高的市场。而且如果他就某种股票取得的报价是 10000 美元，则一两个小时后实际支付的价格可能略高些，但不会高到 85000 美元，除非这段期间内发生惊天动地的大事。

查理·辛在收藏界的悲歌，绝非他一人独有。运动纪念品市场本来就赝品充斥。据称至少有 4 个犯罪团仿造迈克尔·乔丹（Michael Jordan）的 1986 年篮球卡。另一种常见的诈欺手法，是把卡片的毛边削平，把它们恢复成（表面上）新品。更不要脸的骗子则贩售据称史丹·穆西埃尔（Stan Musia）上场比赛穿过的鞋底止滑片，可是上面的制造日期竟在这位强棒退役后 6 年。贝伯·鲁斯（Babe Ruth）的亲笔签名竟神秘地出现在他死后 40 年制造的一只球上。

运动纪念品只占全部收藏品的一小部分，因此相关的仿冒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品应该也只占一小部分。

1992 年 6 月，联邦交易委员会首次提控一宗邮票诈欺案。嫌犯被控不断哄抬邮票价格到当时市价的两倍或高达 10 倍。此外，联邦交易委员会指控该销售商夸大邮票的投资潜力。比方说，该公司报告它的 36 种邮票指数平均每年增值 37.7%，但其他邮票商说，每年真正的上涨率是 5%.

联邦交易委员会的消费者保护部门主管立即指出，没有证据显示邮票买卖业普遍存有诈欺现象，主管单位只是希望避免重蹈覆辙，出现以前稀有硬币同样的诈欺手法。

高级艺术品市场似乎不急着需要消除诈欺行为。拍卖公司一种常见的策略是承认某种标价，但其实没人下这种标价，藉以抬高价。一位业界领袖辩称，拍卖公司如此经营已有数百年历史。

艺术品爱好者称这种做价方式为“枝形吊灯投标法”。证券市场在这方面也有个名词——其实，这个名词比较有艺术味，叫做“彩绘纸带”，属于违法行为。但即使股票和债券有主管单位监督，相对占有优势，许多人认为它们枯燥乏味。收藏品有很大的魅力。（译注：“彩绘纸带”[Painting the tape] 是指股票炒作者相互买卖某种证券，制造出那种证券有交易的假象，使得交易资讯不断报出，诱使不知情的投资人跃身而入。）

几年前，土库曼的骆驼饰品在地毯市场很热门。迎亲时这种饰品挂在骆驼身上，底色为象牙白。小的一片卖 45000 ~

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

50000 美元。1970 年代的纪念品又如何？一种砖形底，鞋头和鞋底连在一起的鞋子本来一双卖 60～80 美元，1990 年代初激涨到 500 美元。。通用磨坊（General Mills）的 Mr. Wonderfull's Surprize 谷类食品盒，不管里面有没有装东西，每只叫价高达 100 美元。

美国的早期历史中，有更具价值的宝物。一种做成《神仙家庭》电视影集主角珊曼莎模样的玩偶，1965 年的零售价是 3.98 美元，1992 年上涨到 600 美元。1950 年代和"美国大兵"一起卖的护士玩偶，1991 年的价值约 1200 美元。同年，1933 年的《金刚》电影海报卖到 57200 美元。

搜集这些东西似乎乐趣无穷，但听起来毕竟不像投资。到底拨错了哪根弦？问题不出在行为轻率上。收藏品市场中的高级艺术品类，有很多正经八百的作品。相反的，证券市场却有荒腔走板的一面，但不影响它的投资身份地位。1984 年裸体啤酒（Nude Beer）股票首次公开上市便形成热门话题。（瓶子上有一女性模特儿，身上穿的比基尼泳装可以敝开。）

投资世界中其他历史较悠久的部门，上面所说的大部分陷阱也都存在。贱价股加码过高的情形，需要证券主管部门不断监视。收藏品的流动性或许欠佳，不动产市场也好不到哪里去。许多店头市场证券的买卖价差相当大。而且各种形式的诈欺案，几乎每个市场偶有发生。

但收藏品与众不同的特征，不在这些特质上，而在于它们的非金融性吸引力。收藏品将来没办法取得一连串的股利或利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息。它们引发的情感投入，可以蒙蔽投资人的价值观。

当然了，在这一方面，收藏品并非独树一帜。不动产也有情感上的牵引，诱使很多人过度投资。人们也没办法全然不动感情地去看待黄金。但收藏品的非经济因素考量似乎到达一种完全不同的层次。即使收藏与奴隶相关的物品这种不寻常的嗜好也能产生强烈的感情。一位爱好手铐脚镣和其他奴隶用品的收藏家谈到他的癖好时说：“这就像你深爱的女人，所讲的每一件事都是你爱听的。你的心在悸动。”

这恰是明智的证券投资人极力避免的态度。练达的投资顾问警告客户不要“爱上”某支股票。他们说，千万不要因为一支股票过去表现出色便舍不得卖。60年代的“风光”股崩跌强化了这种讯息。事后来看，人们深爱这些股票，但爱得不明智。在严肃的投资计划中，情感因素没有立足之地。

在证券市场，完全超然物外，听起来固然是应有的态度，但扯上较为有形的事物，大部分人根本没办法完全客观。选购房子的时候，财务上的考量胜过一切，但不能忘了你也得住在里面。80年代喧腾一时的“服装投资”观念，到底有多少人真能接受，我很感怀疑。人们可能关心他们购买的“衬衫”和“套装”能不能保值，却也一样关心整烫好的衣服能不能维持挺括。

我们最好公开承认收藏品具有非财务性的一面。真正的行为属于收藏时，别自欺欺人说成是在投资。专业人士虽然鼓励人们相信购买收藏品有可观的利润，但普遍同意以下各点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- “艺术品市场成为金融市场有其极限，因为本质上它其实属于知识性活动。”（艺术品金融专家杰佛里·戴奇〔Jeffrey Deitch〕）
- “所斯比真的不鼓励人们抱持投资艺术品的观念……”（拍卖公司主管大卫·雷登〔David Redden〕）
- “人们买葡萄酒的时候，应视为投资于乐趣上，不是做金融投资。”（纽约酒商雪莉–莱曼公司〔Sherry–Lehmann〕董事长迈克尔·艾隆〔Michael Aaron〕）

上面所提最后一种东西，具有传统投资所无的好处。如果你赔了钱，可以饮一两瓶资产找到安慰。同样的，要是仅此一只的棒球后来演变成有好几只，你还是可以拿它丢着玩。

这种寻得慰藉的形式，远比把破产公司的股票贴到墙壁上有趣。但是谈到投资，证券在几乎每一方面都胜过收藏品。古董车和古董家具就是没办法当做基石，盖起你的财富帝国。